全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



WILEY

学习巴菲特的第一本入门书



巴菲特的投资组合

The Warren Buffett Portfolio

Mastering the Power of the Focus Investment Strategy

华章经典·金融投资

ROBERT G. HAGSTROM

〔美〕罗伯特·哈格斯特朗 著

江春 译

Robert G. Hagstrom



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特的投资组合

The Warren Buffett Portfolio

Mastering the Power of the Focus Investment Strategy

华章经典·金融投资

Robert G. Hagstrom

〔美〕罗伯特·哈格斯特朗 著
江春 译


机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

巴菲特的投资组合（珍藏版）/（美）哈格斯特朗（Hagstrom, R. G.）著；江春译．—北京：机械工业出版社，2013.9

（华章经典·金融投资）

书名原文：The Warren Buffett Portfolio: Mastering the Power of the Focus Investment Strategy

ISBN 978-7-111-44156-4

I. 巴… II. ①哈… ②江… III. 股票投资—基本知识 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2013）第 226113 号

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2013-4445

Robert G. Hagstrom. The Warren Buffett Portfolio: Mastering the Power of the Focus Investment Strategy.

Copyright © 1999 by Robert G. Hagstrom

This translation published under license. Simplified Chinese Translation Copyright © 2013 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system,without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved..

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签，无标签者不得销售。

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037）

责任编辑：蒋桂霞 版式设计：刘永青

北京市荣盛彩色印刷有限公司印刷

2013 年 10 月第 1 版第 1 次印刷

170mm × 242mm • 13.75 印张

标准书号：ISBN 978-7-111-44156-4

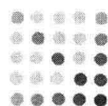
定 价：35.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：（010）68995261 88361066 投稿热线：（010）88379007

购书热线：（010）68326294 88379649 68995259 读者信箱：hzjg@hzbook.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前 言
Preface

在写《沃伦·巴菲特之路》一书时，我的目标是列出沃伦·巴菲特使用的选股工具或基本原则，以使读者最终能像巴菲特一样认真分析公司、购买股票。

此书的巨大成功是我们的工作取得成效的有力证明。在发行量超过 60 万册并被译为 12 种文字以后，我相信此书经受住了专家、投资者、学术界人士以及企业家的充分检验。到目前为止，来自读者和媒体的反馈是相当热烈而积极的。此书似乎确实起到了帮助人们聪明投资的作用。

正如我在许多场合说过的，《沃伦·巴菲特之路》一书的成功首先是沃伦·巴菲特本人的成功，他的才智和为人使世界上很多人为之倾倒，他的学识和投资纪录使整个投资界着迷，其中也包括我。二者的完美结合使沃伦·巴菲特成为当今投资领域最受欢迎的楷模。

《巴菲特的投资组合》这部新著是《沃伦·巴菲特之路》的姊妹篇，而并非续篇。在这本独特的书中，我不经意地涉及两项重要的领域：构建与认知。或用简单的话来说，是证券管理与知识获取。

我现在比以往更深刻地认识到，取得高于平均的收益绝非仅仅是选股的问题，也是你如何构建你的投资组合的问题。为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了成功把握证券投资的航程，你需要在更高的层次上了解价格波动以及它对个体行为的影响。另外，你还需要一种特定的性情。所有这些想法构成了《巴菲特的投资组合》一书。

两本书相得益彰：《沃伦·巴菲特之路》提供给你英明选择普通股的工具，而《巴菲特的投资组合》则教你如何将这些股票组合起来并为管理它们提供了知识框架。

自从写作《沃伦·巴菲特之路》以来，我所有的投资都按照书中的基本原则去做。的确，我管理的共同基金“莱格·梅森集中信托”(Legg Mason FocusTrust) 已成为书中推荐方法的实例。到目前为止，我很高兴地告诉大家，结果是令人鼓舞的。

在过去的 4 年里，除了获取投资经验以外，我还有机会学到了其他一些宝贵的课程，在此一并描述。巴菲特认为对数学和概率的基本掌握是十分重要的，投资者也需要了解市场心理。他警告我们依赖市场预测的危险性。然而，他的教导仅局限于单个领域。我们在分析他如何选股时有充足的材料，而巴菲特就概率、心理和预测的公开言谈却很少。

但是，这并不能减少此类知识的重要性，它意味着我必须根据自己的分析和他人的分析来填补空缺。为了这一目的，我靠数学家艾迪·桑波博士来帮助我更好地理解概率；靠查理·芒格来帮助我理解判断失误心理；靠比尔·米勒来教我关于复杂适应性系统的科学。

下面是对本书框架的简要介绍。本书基本上是由两大部分组成。第 1 章统领全书，对“集中投资”的概念及其相关因素进行了概括的综述。第 2~5 章构成第一大部分，它们论述了集中投资的学术背景及统计因素，还探讨了从集中投资家的经验中所应学到的道理。

集中投资仅有学术构架的支持是不够的，我们感兴趣的还有集中投资组合的业绩表现。不幸的是，到目前为止，集中投资组合的历史数据不足以得出任何在统计学上说明问题的结论，好在一项令人兴奋的研究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有望改变这种状况。

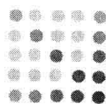
在过去的两年里，琼·兰姆－坦诺特博士和我就集中投资的理论及程序做了一项研究。我们对 3 000 种集中投资股票在不同持股期进行了深入的观察，然后将这些投资组合的表现与广泛多元化的投资组合的表现相比较。我们所选的多元化投资组合是当今在共同基金和机构账户上占主导地位的。比较的结果以学术文章的形式正式发表，题目为“集中投资：有别于主动管理或被动管理的另一种令人满意的证券投资战略”。我们的研究在本书第 4 章中用非学术的语言予以概括。

第 6~8 章是本书的第二大部分。我们将注意力转移到其他研究领域：数学、心理学以及新兴的复杂性科学。在此你会发现我从艾迪·桑波、查理·芒格和比尔·米勒那里学到的新概念。有些人可能对我们贸然进入似乎不相干的领域表示奇怪，但我认为没有对其他相关学科的理解，任何对集中投资的尝试都将失败。

最后，在第 9 章我对集中投资的特点进行了综述，并为开始投资并实施集中投资战略的人指明了方向。

罗伯特·哈格斯特朗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目　录
Contents

前　言

第 1 章　集中投资 /1

选择少数几种可以在长期拉锯战中产生高于平均收益的股票，将你的大部分资本集中在这些股票上，不管股市短期跌升，坚持持股，稳中求胜。

第 2 章　现代金融的先行者们 /17

1973~1974 年的大熊市迫使许多专业人士去认真考虑学术领域的研究，这些研究提供了控制风险的新方法。过去几十年的盲目投机所造成的伤痛已不容忽视。从此，金融的命运不再掌握在华尔街或企业所有者的手中，大学教授成为现代金融的先行者。

第 3 章　巴菲特派的超级投资家们 /33

我们将那些实施格雷厄姆的战略，并与巴菲特分享集中投资、大量持股这一价值理念的身体力行者称为巴菲特派的超级投资家，他们的投资业绩是对集中投资策略最好的说明。他们是：查理·芒格、比尔·罗纳、罗·辛普森，当然还有巴菲特本人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章　一种更好的衡量业绩的方法 /59

当巴菲特考虑增加一项新投资时，他首先看看自己已拥有的投资，再看看新购入股是否比原来的更好。不管市场多么诡秘多端，你都要把握好选股、购股这一关，对你所持股公司的所有经济波动做到心中有数。

第 5 章　沃伦·巴菲特的投资策略 /79

沃伦·巴菲特的选股策略在过去的 20 年里几乎没有什么改变。他考虑的顺序总是选择公司、公司的管理状况、财务业绩以及现行价格。然而，在这看似简单的表面背后却暗藏着有关成长与增值的激烈争论。

第 6 章　证券投资中的数学问题 /103

如果把证券市场看成一个无定律的世界，则未免过于简单了。在股票的世界里，有几百种甚至上千种力量联合左右着价格，没有一只股票可以被肯定地预测。投资者的职责就是缩小范围，找出并排除那些最不了解的股票，将注意力集中在最知情的股票上。这就是对概率论的应用。

第 7 章　投资心理 /131

成功的集中投资家需要培养一种性情。股市的经常性波动容易使股民产生不安定的感觉，从而做出不理智的举动。你要对这些情绪耐心观望，并随时准备采取理智行动，哪怕你的直觉呼唤你采取相反的行为。

第 8 章　市场是一个复杂多变的适应性系统 /151

巴菲特对预测的立场是清楚明了的：不要浪费你的时间，不管是经济预测、市场预测还是个股预测，他坚信预测在投资中不占有一席之地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 9 章　创造击球佳绩的球员在哪里 /173

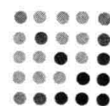
投资就好比一系列“商业”击球，要取得高于平均水平的成绩，必须等待直到企业进入“最佳”击球位置才挥棒。或许，并非投资者认识不到已经来了一个好球（一个好的企业），困难之处在于投资者总是忍不住要挥棒。看看巴菲特是怎样等待“好球”的。

附录 A /193

附录 B /205

译者后记 /209

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第1章
Chapter1

集中投资

我们的投资仅集中在几家杰出的公司上，我们是集中投资者。

——沃伦·巴菲特

华章经典·金融投资
HUAZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我至今仍记得我与沃伦·巴菲特的那次谈话，好像就发生在昨天。这次谈话对我是具有决定意义的谈话：首先，它彻底改变了我的思维方向；其次，它使一种证券管理的方法得以命名。我的直觉告诉我，这种方法不但科学合理，而且长期以来被我们这行所忽视。这种方法就是现在我们称之为集中投资的方法，而且它与人们想象的多数经验丰富的投资者的做法大相径庭。

好莱坞电影已经为我们展示了一幅陈腐的券商工作的场景：他们疯狂地记笔记，同时用两部电话交谈，眼睛紧盯着不断跳跃着的计算机屏幕，只要股价稍有风吹草动就用力敲击键盘。

沃伦·巴菲特作为一位典范的集中投资者却与上述疯狂的投资者模式相去甚远。这位被许多人认为是当今世界上最伟大的投资者通常讲话“轻声细语”、“极为务实”，而且更像是“一位长者”。他镇定的仪态出自天生的自信，他的业绩和成就却颇具传奇色彩，难怪整个投资界对他的所作所为都甚为关注，这绝非偶然。既然沃伦·巴菲特将他的投资策略归纳为“集中投资”，我们不妨了解一下什么是集中投资以及它是如何被操作的。集中投资是一个简单得不能再简单的想法，然而像很多简单的想法一样，它根植于一套复杂的彼此相关联的概念之上。如果我们将这个想法“举起来迎着光”仔细观察，我们会发现它的深度、内涵以及坚实的思想基础，这些都蕴藏于清亮的表面之下。

在这本书中，我们将逐一观察这些彼此相关联的概念。现在，我先介绍集中投资的核心概念。本章的目的亦反映出本书的目的：教给你一种投资决策方法以及证券管理的新方法。特此警告：这种新方法很有可能与你以前被告知的投资股市的方法截然不同。它与传统思维方法的距离和沃伦·巴菲特距好莱坞的陈腐形象一样远。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集中投资的精髓可以简要地概括为：

选择少数几种可以在长期拉锯战中产生高于平均收益的股票，将你的大部分资本集中在这些股票上，不管股市短期跌升，坚持持股，稳中取胜。

毫无疑问，这段简述立即会在你的脑海中形成各种疑问：

- 我如何找出这些高于平均收益的股票？
- 究竟多少算做“少数几种”？
- 你说的“集中”是什么意思？
- 我应该持股多久？
- 或许你还保留了最后一个问题：我为什么要这样做？

对这些问题的全部答案均可在本书的后几章中找到。本章的任务是对集中投资策略进行一番综述，并从你为什么要这样做这一敏感问题开始。

当今的证券管理：二者择其一

就目前的状况，证券管理处在两种竞争战略的拉锯战中：活跃的证券管理和指数投资。

活跃的证券管理者不停地买卖大量普通股。他们的职责就是使客户满意，这意味着在股市上不断开创新业绩。或许有一天某客户使用最显而易见的衡量标尺问：“我的投资与整个市场的投资相比表现如何？”回答是比一般投资要好，这样他就将钱继续留在基金里。为了体现突出的业绩，活跃的证券管理者努力预测未来6个月里股票的走势，并不断更换其投资组合，希冀能从预测中获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利。今天的普通股共同基金（mutualfund）平均拥有 100 种以上的股票，周转比率达到 80%。

指数投资采取的是购买并持有这样一种策略。它收集并持有各种各样的普通股并创造性地将投资组合设计得贴近标准普尔 500（S&P500）这一基准价格指数。

与活跃证券管理相比，指数证券投资的方法相对较新，应用不够普遍。进入 20 世纪 80 年代以来，指数基金战略已完全自成一体并脱颖而出，但是两派的倡导者一直相持不下，并要在最终的投资回报上比个高低。活跃派基金管理者认为，凭着他们高超的选股技巧，他们可以击败任何指数管理者，而指数派的战略家们则有近几年的辉煌历史做他们的后盾。1977~1997 年 20 年的业绩追踪研究表明，能够打败标准普尔 500 的共同基金的百分比呈急剧下跌趋势，从早期的 50% 降到近 4 年的 25%。1997 年以来情况更糟，到 1998 年 11 月，有 90% 的活跃证券基金的业绩低于市场表现（平均比标准普尔 500 低 14%）。这意味着只有 10% 的公司的业绩好于平均水平。

活跃证券管理的方式尽管被广泛采纳，但今后却很难超出标准普尔 500 这一水准基点，原因是他们每年疯狂地买卖上百种股票，在某种程度上，机构资金管理者本身变成了市场的买主和卖主。他们的基本理论是：购买我预计会很快获利的股票，然后出手，管它是什么股呢。这种炒股逻辑的致命弱点在于：鉴于金融市场的复杂环境，正确的预测几乎是不可能的（见第 8 章对复杂适应机制的描述）。进一步动摇上述理论的基础并使事情复杂化的原因是频繁炒作的内在成本所产生的效果。成本增加只会使投资者的净回报减少。对这些成本因素加以分析，我们可以清楚地看到，正是活跃证券管理机构本身导致了它们的失败。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数投资由于没有产生同样多的开支，在很多方面要好于活跃管理投资，但即使是最好的指数基金或处于顶峰期的基金，也只能产生大众市场的收益，不多也不少。指数投资者绝对不会比一般市场差，但也不会太好。

对于投资者来说，两派战略的潜在魅力是相同的，即通过多元化战略来尽可能减少风险。通过持有多种分别代表不同的行业和市场不同部门的股票，投资者希望编织一张温暖的保护网，避免出现将钱投在某一失败领域而产生的灾难性结果。在一般时期，人们会这样想：多元化股票中的某些股会下跌，而其他股则上涨，让我们合掌祈求，后者的得会抵消前者的失。活跃派管理者认为，随着投资组合中股票数量的增加，获胜的机会也更大。10 个比 1 个好；100 个比 10 个好。

指数基金从定义上也是支持这种多元化战略的，但条件是它反映出的指数也是多元化的。事实也是如此。传统指数证券基金不断在 100 种有上升趋势的股票中转换，故也支持多元化。

我们对多元化这个词听得太多也太久，以至于我们对它的不可避免的结果——业绩平庸，都可以充耳不闻。的确，活跃派和指数派都采取多元化战略，但总体上讲二者都不会产生特别突出的回报。真正聪明的投资者必须问自己下述的一些问题：我是否对平均回报满意？我能否做得更好？

一项新选择

沃伦·巴菲特对这场活跃派与指数派之争是如何评论的呢？如果让他在二者之间择其一的话，他会毫不犹豫地选择指数派。对那些不能容忍风险或者对企业经济情况知之甚少却仍想参与普通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股长期投资的人来说，尤其应如此。巴菲特用他独特的语言风格说道："通过定期地投资于指数基金，那些门外汉投资者可以获得超过多数专业投资大师的业绩。"

然而，巴菲特旋即又指出还有第三种选择，一种有别于活跃派投资组合但又能击败指数基金的战略，这就是集中投资战略。

集中投资：总体描述图

"找出杰出的公司"

多年来，沃伦·巴菲特形成了一套他自己选择可投资公司的战略。他对公司的选择是基于一个普通常识：如果一家公司经营有方，管理者智慧超群，它的内在价值将会逐步显示在它的股价上。巴菲特的大部分精力都用于分析潜在企业的经济状况以及评估它的管理状况而不是用于跟踪股价。

这并不意味着分析公司（找出一切能够告知此公司经济价值的信息）是一件容易的事。事实上，分析公司是颇费一番工夫的。但巴菲特经常说做这项"作业"所费的心思比竭尽全力保留在股市的顶尖地位要少，其结果是长期受益。

巴菲特使用的分析过程包括用一整套的投资原理或基本原则去检验每一个投资机会。这些基本原则在《沃伦·巴菲特之路》（*Warren Buffett Way*）一书中已详细讲述并在下一节"少就是多"中加以总结。我们可以将这些原则视为一种工具。每一个单独的原理就是一个分析工具，将这些工具合并使用，就为我们区分哪些公司可以为我们带来最高的经济回报提供了方法。

如果使用得当，沃伦·巴菲特的基本原则将会带你走进那些好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司，从而使你合情合理地进行集中证券投资。你将会选择长期业绩超群且管理层稳定的公司。这些公司在过去的稳定中求胜，在将来也定会产生高额业绩。这就是集中投资的核心：将你的投资集中在产生高于平均业绩的概率最高的几家公司上。

概率论这个源于数学的理论是构成集中投资原理的重要概念。在第 6 章你将会了解到更多有关概率论的原理以及如何将它运用于投资。目前，只要将“好的公司”与“高概率回报”联系起来想就可以了。通过你的分析，你已经找出历史成绩优秀的公司并由此推断出未来的良好前景，那么现在就你所知的一切换个角度去考虑，从概率的角度去考虑。

“少就是多”

你还记得巴菲特对投资“门外汉”的忠告吧？即投资于指数基金。巴菲特下面的这段话才更有趣且符合我们的写作目的：“如果你对投资略知一二并能了解企业的经营状况，那么选 5~10 家价格合理且具长期竞争优势的公司。传统意义上的多元化投资（广义上的活跃有价证券投资）对你就毫无意义了。”

沃伦 · 巴菲特投资策略的基本原则

◎ **企业原则**

这家企业是否简单易懂？

这家企业是否具有持之以恒的运作历史？

这家企业是否有良好的长期前景？

◎ **管理原则**

管理层是否理智？

管理层对它的股民是否坦诚？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理层能否拒绝机构跟风做法?

◎ **财务原则**

注重权益回报而不是每股收益

计算“股东收益”

寻求高利润率的公司

公司每保留 1 美元都要确保创立 1 美元市值

◎ **市场原则**

企业的估值是多少?

企业是否会被大打折扣以便低值买进?

传统多元化投资的问题出在哪儿？可以肯定的一个问题是，你极有可能买入一些你一无所知的股票。“对投资略知一二”的投资者，应用巴菲特的原理，最好将注意力集中在 5~10 家公司上。其他坚持集中投资哲学的人则建议数量应更少些，3 家就够了。对于一般投资者来说，合理的数量应在 10~15 家之间。这样我们就回答了前面的问题，究竟多少算“少数几种”？答案是不超过 15 家。事实上，具体数字不是最关键的，最关键的是要了解集中投资后面的投资原理。如果将集中投资应用于几十种以上的投资组合，它就土崩瓦解失去意义了。

沃伦·巴菲特经常从英国经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）那里获得思想源泉。1934 年凯恩斯在给商业同行的一封信中写道：“通过撒大网捕捉更多公司的方法来降低投资风险的想法是错误的，因为你对这些公司知之甚少更无特别信心……人的知识和经验都是有限的，在某一特定的时间段里，我本人有信心投资的企业也不过两三家。”凯恩斯的信构成集中投资的雏形。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一位更具深远意义的影响者是菲利普·费舍尔（Philip Fisher）。他对巴菲特的影响已经逐渐被人们注意到。费舍尔是一位杰出的投资咨询家。他从业近50年并著有两本重要论著：《普通股与非普通利润》（*Common Stocks and Uncommon Profits*）和《普通股通往财富之路》（*Paths to Wealth Through Common Stocks*）。这两本书都深受巴菲特的喜爱。

费舍尔也是著名的集中证券投资家，他总是说他宁愿投资于几家他非常了解的杰出公司也不愿投资于众多他不了解的公司。费舍尔是在1929年股市崩溃以后不久开始他的投资咨询业务的，他仍清楚地记得当时产生良好的经济效益是多么至关重要。“我知道我对公司越了解，我的收益就越好。”一般情况下，费舍尔将他的股本限制在10家公司以内，其中有75%的投资集中在3~4家公司身上。

他在1958年《普通股与非普通利润》一书中写道：“许多投资者，当然还有那些为他们提供咨询的人，从未意识到，购买自己不了解的公司的股票可能比你没有充分多元化还要危险得多。”40年后的今天，费舍尔已是91岁高龄的老人，仍然不改初衷。他告诉我说：“最优秀的股票是极为难寻的，如果容易，那岂不是每个人都可以拥有它们了。我知道我想购买最好的股票，不然我宁愿不买。”

肯·费舍尔（Ken Fisher）是菲利普·费舍尔的儿子，也是一位出色的资金管理家。他是这样总结他父亲的哲学的：“我父亲的投资策略是基于一个独特却又有远见的思想，即少意味着多。”

“押大赌注于高概率事件上”

费舍尔对巴菲特的影响还在于，他坚信当遇到可望而不可即的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

极好机会时，唯一理智的做法是大举投资。像所有伟大的投资家一样，费舍尔绝不轻举妄动。在他尽全力了解一家公司的过程中，他会亲自一趟趟拜访此公司，如果对他所见所闻感兴趣，他会毫不犹豫地大量投资于此公司。肯·费舍尔指出："我父亲明白在一个成功企业中占有重要一席意味着什么。"

今天，沃伦·巴菲特响应着这一思想："对你所做的每一笔投资，你都应当有勇气和信心将你净资产的 10% 以上投入此股。"

现在你明白为什么巴菲特说理想的投资组合应不超过 10 只股票了吧，因为每个个股的投资都在 10%，故也只能如此。然而集中投资并不是找出 10 只好股票然后将股本平摊在上面这么简单。尽管在集中投资中所有的股都是高概率事件股，但总有些股不可避免地高于其他股，这就需要按比例分配投资股本。

玩扑克赌博的人对这一技巧了如指掌：当牌局形势对我们绝对有利时，下大赌注。在许多权威人士的眼里，投资家和赌徒并无多大区别。或许是因为我们都从同一科学原理——数学中获取知识。与概率论并行的另一个数学理论凯利优选模式（Kelly Optimization Model）也为集中投资提供了理论依据。凯利模式是一个公式，它使用概率原理计算出最优的选择，对我们而言就是最佳的投资比例（这个模式以及它那令人拍案叫绝的诞生故事将在第 6 章中介绍）。

当沃伦·巴菲特在 1963 年购买美国运通（American Express）股时，我不敢肯定他已经在选股中运用了优选法理论，但这笔购买是这一理论的真实写照，也是巴菲特的勇气所为。20 世纪五六十年代，巴菲特作为合伙人服务于一家位于内布拉斯加州奥玛哈的有限投资合伙公司，他目前仍住在那里。这个合伙企业使他可以在获利机会上升时，将股资的大部分投入进去。1963 年，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个机会来了。由于提诺·德·安吉利牌色拉油丑闻，美国运通的股价从65美元直落到35美元，当时人们认为美国运通公司对成百万的伪造仓储发票负有责任。沃伦将公司资产的40%共计1300万美元投在了这只优秀股票上，占当时美国运通股的5%。在其后的2年里，美国运通股票翻了三番，巴菲特所在的合伙公司赚走了2000万美元的利润。

"要有耐心"

集中投资是广泛多元化、高周转率战略的反论。在所有活跃的炒股战略中，只有集中投资最有机会在长期获得超出一般指数的业绩，但它需要投资者耐心持股，哪怕其他战略似乎已经超前也要如此。从短期角度我们认识到，利率的变化、通货膨胀、对公司收益的预期都会影响股价。随着时间跨度的加长，持股企业的经济效益趋势才是最终控制股价的因素。

多长时间为理想持股期呢？如你所料这里并无定律（尽管巴菲特可能会说短于5年的期限是傻子的理论）。我们的目标并不是零周转率，走另一个极端是非常愚蠢的，这会使我们丧失充分利用好机会的时机。我建议一条经验准则供你参考，将资金周转率定在10%~20%之间。10%的周转率意味着你将持股10年；20%的周转率意味着你将持股5年。

"价格波动不必惊慌"

价格波动是集中投资的必然副产品。传统活跃证券投资中，使用广泛的多元化组合会使个股价格波动产生的效果平均化。活跃投资证券商们心里非常清楚，当投资者打开月度报表，看到白纸黑字清清楚楚地写着他们所持的股票跌了时，这意味着什么，甚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至连那些懂行的人，明知股票的下跌是正常交易的一部分，仍对此反应强烈甚至惊慌失措。

你持股越多越杂，单股波动就越难在月度报表中显示出来。多元化持股对许多投资者的确是一剂镇定剂，它起到稳定由个股波动产生的情绪波动的作用，但平缓的旅程亦是平淡的旅程。当以躲避不愉快为由，将股票的升跌趋于平均的时候，你所获得的只能是平均回报。

集中投资寻求的是高于平均水平的回报。我们在第 3 章中将会看到，不管从学术研究上还是从实际案例分析上，大量证据表明集中投资的追求是成功的。毫无疑问，在追求的旅途中充满颠簸，但集中投资者忍受了这种颠簸，因为他们知道，从长期来看，所持公司的经济效益定会补偿任何短期的价格波动。

巴菲特本人就是一个忽略波动的大师。另一位这样的大师是巴菲特多年的朋友和同事查理·芒格（Charlie Munger）。查理是伯克希尔－哈撒韦公司（Berkshire Hathaway）的副总裁。那些倾心钻研并酷爱伯克希尔公司出类拔萃的年度报表的人都知道巴菲特与查理彼此支持，互为补充，两个人的观点有时如出一辙。芒格与巴菲特在态度和哲学观念上亦丝丝相扣，互为影响。

在 20 世纪六七十年代，芒格与巴菲特当时的情况一样，也在经营一家他有权大力押赌注的合伙证券公司。他决策的理论逻辑与集中投资的原则一唱一和。

查理解释说：“早在 20 世纪 60 年代，我实际上参照复利表，针对普通股的表现进行各种各样的假设分析以找出我能拥有的优势。”查理对各种情况进行分析，包括证券组合中所需股票的数量以及预期的波动。这是一种直截了当的计算。

“从玩扑克牌中你就知道，当握有一手对你非常有利的牌时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你必须下大赌注。”查理说。他的结论是，只要你能顶住价格波动，拥有 3 只股票就足够了。他还说：“我知道从心理上我能顶住价格的波动。我从小就是由善于顶住风浪的人抚养长大的，所以我是实施我自己这套方法的最理想人选。”

或许你也是善于处理波动变化的众多人选之一。即便你生来不那么走运，不属于这类人，你也可以获取他们的某些特点。你所做的第一步是不断改变自己的言行及思维方式。获取新的行为和思维方式并非一日之功，但当你渐渐地教会自己直面市场的诡秘变幻，那么处变不惊、镇定应对是完全可以做到的。

你或许愿意学习一些投资心理学的知识（见第 7 章）。社会学家称此领域为金融行为学，他们已开始对投资现象的心理因素进行认真的调查。使用另一种衡量标尺来评估成功对你也是有帮助的。如果看到指数下跌就会使你心脏病发作，你最好赶快投向另一种衡量业绩的怀抱。这种方法不会利剑穿心，但同样奏效（巴菲特会说更加奏效）。这种新的衡量方法包括经济标准的概念，这个将在第 4 章中予以讨论。

如前所述，集中投资是一个简单的概念，它汲取了彼此相关的逻辑学、数学和心理学原理的精华。基于本章中对这些原理的综述，现在我们可以使用具体的指导方针式的措词来对这个基本概念加以重新定义。

总之，集中投资包括下列行为：

- 使用沃伦·巴菲特的投资战略，选择几家（10~15 家）在过去投资回报高于一般水平的公司。你相信这些公司有很高的成功概率，而且能继续将过去的优秀业绩保持到未来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

➤ 将你的投资基金按比例分配，将大头押在概率最高的股票上。

➤ 只要事情没有变得很糟，保持股本原封不动至少 5 年（超过更好）。教会自己在股价的波动中沉着应对，顺利过关。

网格状模式

沃伦·巴菲特并不是发明集中投资的人。集中投资的基本原理是在 50 年前由约翰·梅纳德·凯恩斯首先提出来的。巴菲特所做的，而且做得非常成功的是亲身实践了这一原理，然后才将它冠名。令我感到震惊的是：华尔街一向以自觉效法成功而著名，为什么至今仍对集中投资这一战略不闻不问呢?

1995 年，我们启动了莱格·梅森集中信托基金（Legg Mason Focus Trust）。这是第 2 家有目的地购买 15（或更少）种股票的共同基金（第 1 家这样做的基金是红杉基金（Sequoia Fund），他们的故事将在第 3 章中讲述）。集中信托的成立使我有机会亲自尝试集中投资并获得了宝贵经验。在过去的 4 年里，我有机会与股民、投资家、咨询家、分析家以及其他券商和金融媒体打交道。我了解的情况使我深信，集中投资战略与目前投资市场占主导地位的投资策略有天壤之别。最简单的事实是他们的思维方式不同。

为了帮助我了解这种思维差异，查理·芒格使用了网格状模式（Latticework of models）这一强有力的比喻。1995 年，芒格为南加州大学商学院（University of Southern California School of Business）基尔福德·巴比考克（Guilford Babcock）教授的班级做了一个报告。报告题目为“人类处世本领的最基本分支：论投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资专长”。这篇报告后来被《杰出投资家文摘》(OID)转载。对查理来说这次报告很有趣，因为它的中心议题围绕着一个很重要的内容：人是如何获取对智慧的真正理解，或者他称之为“处世本领”的。

芒格解释说，仅靠简单的数据事实的堆积，外加旁征博引是不够的。相反，智慧是事实的联合与组合。他认为获取智慧的唯一途径是将生活履历置于各种思维模式的交叉点上。他解释说：“你必须在脑中形成各种各样的模式，你必须有各种各样的经历，不管是直接的，还是间接的，然后形成这个网格状模式。”

查理说，第一条要学的规则是你必须在脑中形成多种模式。你不仅需要拥有这些模式，而且你需要从不同的学科去深入了解这些模式。作为一个成功的投资者，你需要从多学科的角度去思维。

因为世界并不是多学科的，这种思维方式使你看问题的方式与众不同。查理指出，经济学教授一般不会将物理学原理放进他的授课之中，同样物理学教师也不会讲授生物学，生物学教师不讲授数学，数学家也极少在课程中包括心理学。根据查理的观点，我们必须忽略这些“学术上的法定界限”，并将所有格状设计中的模式包括在内。

查理说：“人类大脑必须以模拟状态运行是不可否认的事实。窍门在于你的大脑如何通过了解大多数基本模式从而比别人的大脑运行得更好，使这些模式在单项工作中发挥作用。”

就我而言，集中投资与目前广泛使用且颇为流行的投资文化是不完全相符的，这种投资文化建立在狭窄文化的几个模式之上。为了充分享用集中投资的好处，我们必须增加新的概念、新的模式以扩展思维。如果不了解心理学中的行为学模式，你对投资就永远不会满意。如果不了解统计学中的概率论原理，你将不会知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

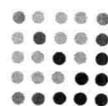
道如何优选证券组合。只有在了解了复杂的适应性原理之后，你才会真正了解到市场预测的可笑之处。

对这些学科的了解不必是完全彻底的。查理解释说："你不必成为这些领域的伟大专家，你要做的只是接受一些真正重要的概念，尽早尽快地将这些原理学好。"查理指出，令人感到兴奋的是，当你将不同的原理结合起来并用于同一目的时，对不同学科的掌握使你可以高瞻远瞩。

集中投资者必须掌握的最复杂原理是选股模式。我们许多人已通过《沃伦·巴菲特之路》对此有所了解。我们还需添加一些简单的原理以完成我们所需的教育：了解如何将这些股票集中组合起来，如何管理这些证券使其在未来产生最大的回报。我们不是孤军奋战，还有沃伦和查理的思想在引导我们，我们可以借鉴他们在伯克希尔－哈撒韦公司积累起来的经验。这两位思想家不仅为他们个人赢得了荣誉，也为他们的公司带来了荣誉。他们形容自己的公司为"通过一些重要概念的实际运用来教会人们正确思维方式的教诲型公司"。

查理·芒格说："伯克希尔是一家非常传统的公司，我们尽力保持这种风格。这并不是说我们公司守旧愚腐，而是尽力遵守永恒的真理：基本的生活常识、基本的恐惧感、基本的人性分析，这使得我们能对人的行为进行预测。如果你能做到以上几点并遵守一些基本原则，你就会在投资业做得很好。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第2章
Chapter2

现代金融的先行者们

传统的智慧，在传统上是源远流长的，在智慧上却是短视肤浅的。

——沃伦·巴菲特

华章经典·金融投资
HUAZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 世纪最大的金融灾难是 1929 年的股市崩溃以及随后的大萧条。第 2 次金融灾难则是指 1973~1974 年的大熊市及经济衰退。这一次与 1929 年的股市崩溃有所不同，它并不是在可怕的某一天突然发生的，对美国家庭的影响也没有那么普遍和深刻，所以在我们的记忆里不能与大萧条产生同等的影响。然而，对于金融专业人士来说，第 2 次衰退几乎具有同样的意义，因为它在现代金融史上具有重要的分水岭意义，特别是对现代证券理论的发展具有重要意义。

以事后的清醒眼光看待当时的情况，我们可以看到两派不同的观点在股市衰退的两年里开始较量。这两派投资哲学观点的较量至今仍在进行着。两派投资领域的人都在寻找一种最理想的投资途径，但却得出完全不同的结论。事实上与其说是两组人在进行较量，倒不如说是一个人——沃伦·巴菲特与其他所有寻求答案的人在较量更准确。

1973~1974 年的熊市是一个缓慢的、折磨人的、毫不留情地让人损兵折将的过程，它持续不断地进行了整整两年。整体股市下跌了 60%。那些拥有低息票债券，并以此为固定收入的持券人眼看着他们的投资亏损。利率和通胀比率均迅速攀升至两位数；石油价格暴涨成天价；抵押贷款利率高得吓人；几乎没有什么中产阶级家庭敢购买新住房。这是一段黑暗而残酷的时期。金融损失是如此之大，以至于投资券商们开始对自己的投资策略产生怀疑。

为了寻找答案，多数投资专业人士慢慢转向学术研究机构，尽管有些人非常不情愿。适时证券投资的学术研究已被忽略了二十多年。研究的总体结果现在被称之为“现代证券投资理论”。

巴菲特却转向了不同的方向。

沃伦·巴菲特是证券经纪人的儿子。他在 11 岁时就开始留意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他父亲的公司位于内布拉斯加州奥玛哈的交易所，并在同一年买下了他的第一笔股票。作为内布拉斯加州立大学的一名学生，他在数字方面很有天赋，并碰巧拜读了哥伦比亚大学（Columbia University）教授本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）的一部题为《聪明的投资者》（*The Intelligent Investor*）的著作。格雷厄姆认为投资信息中最关键的一条是公司的内在价值。投资者的中心任务是准确地计算出这个价值，然后只有当股价低于这个数值时才购买。这个原则必须遵守。巴菲特深深地被这一数学方法所吸引，并为此考入哥伦比亚大学研究生院以便能在格雷厄姆门下学习。

完成了经济学硕士课程的学习以后，巴菲特回到奥玛哈并开始为他父亲工作。他父亲当时拥有一家名为巴菲特·福尔克（Buffett Falk & Company）的证券经纪公司，那是 1952 年。年轻的巴菲特着手实践格雷厄姆的投资方法。按照格雷厄姆所传授的方法，巴菲特只在股价低于他们估算的内在价值时才购买它们。他完全是一副格雷厄姆的做派，只有在股票以较低的价格交易时，他才会兴趣大增。

在为他父亲工作的同时，沃伦·巴菲特与他的良师益友保持着密切的联系。1954 年，格雷厄姆邀请他的学生到纽约加入他的格雷厄姆－纽曼公司（Graham-Newman）。两年以后格雷厄姆退休，巴菲特又回到内布拉斯加州，并与 7 个有限合伙人和 100 美元自己的钱，成立了投资合伙制公司。几年以后，正是这家公司做成了那笔令人难以置信的美国运通公司股票交易。这笔交易已在第 1 章中进行了描述，他当时只有 25 岁。

作为主要合伙人，巴菲特可以完全自由地掌管合伙公司的基金。除了拥有美国运通等少数公司的股权外，他有时也购买公司的控股权。1962 年，他开始收购一家濒临倒闭的纺织公司，公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的名字叫伯克希尔－哈撒韦。

1969 年，合伙公司成立 12 年之后，巴菲特关闭了这家公司。他原来为这家公司设立了一个野心勃勃的目标——每年业绩超过道琼斯工业平均指数（Dow Jones Industrial Average）10%。然而他做得更好，超出的不是 10%，而是 22%。原来一些投资于他的商人希望能与另一位券商继续合作，于是巴菲特邀请他的好友，哥伦比亚大学的同窗比尔·罗纳（Bill Ruane）来管理他们的资金。罗纳同意了，这就是红杉基金的起源（第 3 章将更多地介绍罗纳）。

巴菲特带着他自己从合伙股份公司中应得的利润，又买了更多的伯克希尔－哈撒韦的股票，并渐渐获得对公司的控制权，在以后的几年里他开始着手经营纺织公司。

多元化证券投资管理

1952 年 3 月，正当刚大学毕业的沃伦·巴菲特开始为父亲的证券经纪公司工作的时候，《金融杂志》（*Journal of Finance*）上发表了一篇题为《证券选择》的文章。文章的作者是芝加哥大学（University of Chicago）的研究生哈里·马科维茨（Harry Markowitz），文章不长，只有 14 页。从学术杂志的标准看，文章也并未引起轰动，总共 4 页文字（其余的全是图表和数学公式），3 篇引用文献，然而这篇小文章却在今天获得了开创现代金融的美誉。

从马科维茨的观点看，要解释一个简单的原理，即回报与风险的密不可分性，是一件简单的事，用不着长篇大论来解释。作为一个经济学家，他认为有可能将二者的关系从统计学的层面进行有效的量化，从而决定获得某种回报所需的风险程度。在这篇文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

章中，他提出了支持这一结论所涉及的计算。他认为没有哪一个投资者能够只承担低于平均程度的风险，而获得高于平均水平的回报。

马科维茨事后说：“我被风险与回报同时存在这样一个观念深深打动。”尽管今天这一原理看起来是不言自明的，因为我们已对投资学进行了学习，但在 20 世纪 50 年代，这是一个革命性的理念。在此之前，投资者对证券管理或对风险的概念很少去想。如果某位券商认为某种股票价格要上涨，他就将它买下，并不做其他考虑。证券投资是建立在偶然性的基础之上的。

这使马科维茨感到迷惑。他认为相信高回报低风险是非常愚蠢的。为了澄清他的观点，马科维茨修改了他称之为“有效前沿”的说法。

他解释说：“作为一名经济学家，我可以画一条曲线，其中一个轴代表预期回报，另一个轴代表风险。”所谓有效前沿就是沿着左边底轴向右上端画一条线，这条线上的每一个点都代表预期收益与相关水平风险的交叉点。最有效的证券投资应该是在某一水平的证券风险上产生出最高的回报。最无效的证券投资是将投资者暴露于一定水平的风险之中又没有相应的回报。马科维茨说，投资券商的目的是将证券投资与投资者所能容忍的风险度相匹配，并尽量限制或避免低效证券投资。

1959 年，马科维茨基于他的博士论文出版了第一本书《投资组合选择：有效多元化投资》(*Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment*)。在书中，他对风险进行了更加全面的描述。他解释道：“我用标准偏差作为风险尺度。偏差（方差）可以被视为距离平均值的远近，距平均值越远，风险越大。”

根据马科维茨的定义，我们可以将证券投资风险的大小视为所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有投资个股平均方差的权重，但这个定义忽略了关键的一点。尽管方差为某一个股的风险提供了度量方法，但两个方差的平均数（或 100 个方差的平均数）却不会告诉你 2 个或 100 个股票投资组合的风险，所以马科维茨所做的是找出了决定所有证券投资风险的方法。许多人认为这是他最杰出的贡献。

基于广为接受的权重和方差公式，他将这个总体个股平均方差的权重称之为“协方差”（协变性）。协方差衡量的是一组股票的走势。协方差高，两只股票沿着同一方向移动；相反，协方差低，则表示两只股票的走势相反。按照马科维茨的观点，证券投资的风险不是个股的方差值，而是所有持股的协方差值。众多股票朝着同一方向移动得越多，将来受经济波动的影响在同一时间内下挫的机会就越大。同样道理，如果个股的价格朝不同方向移动，由这些风险股组成的投资组合可能反而是一种保守的选股方式。马科维茨说，不管怎样移动，多元化是解决风险问题的答案。

按照马科维茨的观点，一个投资者应遵循的合理行动顺序为：首先找出他能够轻松应对的风险水平，然后建立起有效多元化的低协变性股票投资结构。

马科维茨的书，如同他 7 年前发表的具有独创见解的论文一样，出于现实原因而为投资专业人士所忽略。

对风险的数学界定

马科维茨具有划时代意义的论文发表以后约 10 年，一个名叫比尔·夏普（Bill Sharpe）的博士生找到马科维茨。马科维茨当时在兰德学院（RAND Institute）从事线性规划研究。夏普当时需要一个博士论文题目，他的加州大学洛杉矶分校（UCLA）的一个教

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

授建议他去马科维茨那里寻求可挖掘的题目。马科维茨告诉了夏普他的投资理论工作以及估算各种协方差的需要。夏普认真听取了马科维茨的介绍，尔后回到加州大学洛杉矶分校。

又过了一年，到了1963年，夏普的论文发表了，题目为“简单化的证券投资分析模式”。文中在对马科维茨的方法进行充分肯定和感谢之外，夏普提出了避免马科维茨方法中所要求的对协方差进行无数次计算的简便方法。

夏普的论点是：任何证券都与某些基本要素有一种共同的关系。这个要素可以是股市指数、国民生产总值或其他价格指数，只要这个要素是影响证券行为的最重要因素即可，使用夏普的理论，证券分析家只需衡量股票与主要基本要素的关系即可，它大大简化了马科维茨的计算方法。

让我们以普通股为例。按夏普的观点，决定股价的基本要素（最具影响股票行为的因素）是股市本身（行业群体和股票本身的特点也重要但具有次影响力）。如果某只股票比市场总体的波动更剧烈，这只股票就会使投资更具变化性也就更具风险。相反，如果股价比整体股市波动小，那么增加这只股票作为投资就会使投资组合变化较小，波动较少。现在证券投资的波动性只需由个股波动的平均权重来决定即可。

夏普的波动理论被赋予一个名称——β 要素。β 是两种不同的价格活动的相关程度，即总体股市的价格指数以及个股的价格。股值的升跌如果与股市完全一致，它们的 β 值为1.0；如果它们的升跌是股市的两倍，则 β 值为2.0；如果股值的波动仅为股市变化的80%，则 β 值为0.8 基于这唯一的信息，我们就可以确定投资总体的平均 β 值权重。结论是，任何 β 值大于1.0的投资比市场水平更具风险性，而 β 值小于1.0的投资风险较市场平均水平小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在他的博士论文发表一年以后，夏普引入了一个具有深远意义的概念叫做固定资产价格模式（CAPM），这是对他有效投资单一要素结构模式的直接延伸。根据固定资产价格模式，股票承担两种风险，一种是简单的入市风险，夏普称之为“相关风险”，相关风险就是 β 值，它不能被多元化所化解；第二种风险叫做“非相关性风险”，这是针对某一公司经济状况的风险。与相关性风险不同，非相关性风险可以通过增加不同种类的股票投资被化解。

著名的作家、研究员以及《证券投资管理杂志》（*The Journal of Portfolio Management*）的奠基人彼得·伯恩斯坦（Peter Bernstein）曾与夏普一起共度了很多时间，并对夏普的理论做了深入的研究。伯恩斯坦认为夏普的研究表明了一个无可争辩的结论：“有效的投资组合在于股市本身。没有哪种具有均等风险的股票能产生出高于预期的回报，也没有哪种具有均等预期回报的股票是风险较低的。”换句话说，固定资产投资模式表明证券市场投资的好坏完全在于马科维茨的有效前沿。

在 10 年的时间里，两位学者为两项重要的因素下了定义，这两项因素后来被称为现代证券投资理论，即马科维茨的风险与回报的相对平衡取决于多元化的理论，以及夏普对风险的界定理论。第三项因素——有效市场理论是由芝加哥大学年轻的金融学助理教授尤金尼·法玛（Eugene Fama）提出的。

有效市场理论

尽管包括经济学家萨缪尔森在内的其他杰出的研究者都已对有效市场理论发表了见解，但法玛却是发展股市行为学综合理论中最有功劳的一位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法玛是从20世纪60年代初期开始研究股价变化的。作为博览群书的读者，他博采各家股市行为学说之长，并深受法国数学家贝努瓦特·曼德尔布罗特（Benoit Mandelbrot）的影响。作为积分几何的发明者，曼德尔布罗特认为由于股价波动极不具规律性，对它们永远不可能做任何根本性或统计性的研究，而且不规则价格波动的格局定会加剧，造成令人预想不到的大幅度股价紧张波动。

法玛的博士论文《股价行为学》1963年发表在《商业杂志》（*The Journal of Business*）上，后来又有部分节选发表在《金融分析家杂志》（*The Financial Analysts Journal*）以及《机构投资者》（*The Institutional Investor*）上。尽管法玛是初出茅庐的新人，但他已引起金融界的注意。

法玛所传达的信息简单而明确：股价的不可预测性是因为股市过于有效。在一个有效的市场里，任何信息的出现都会使许多聪明人（法玛称他们为"理智的最大利润追求者"）充分利用这些信息从而导致价格快速升跌，人们还来不及去获利，价格就已经变化了，所以在一个有效市场里对未来的预测是不占有任何地位的，因为股价的变化实在太快了。

法玛承认对有效市场的某种概念进行经验性检验是可能的。另一种办法是找出能够在业绩上超出市场交易的系统，或找出超出市场业绩的券商。如果这些券商存在，这个市场显然是不够有效的；相反，如果没有人能够展示出击败股市的能力，那么我们可以假设股价反映出了所有可得的信息，并且市场是有效的。

这些具有千丝万缕联系的现代证券投资理论，对于发展它们的理论家和研究者来说，可谓津津乐道，乐此不疲，但整个20世纪50年代和60年代，华尔街对此却毫不理睬。彼得·伯恩斯坦给出的理由是：在此期间，证券管理是"未画航海图的领域"。然而，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到了 1974 年这一切都改变了。

毫无疑问，1973~1974 年的大熊市迫使投资专业人士去认真考虑学术领域的研究，这些研究提供了控制风险的新方法。过去几十年的盲目投机所造成的深刻伤痛已不容再被忽视。伯恩斯坦说："1974 年的灾难使我确信一定有一种更好的方法来管理证券投资。即使我自己可以面对学术界的理论高墙无动于衷，但来自主要大学的理论体系势如破竹，以至于我无法接受同仁们的关于股市理论纯属骗人的鬼话之说。"

从此，开历史之先河，金融的命运不再掌握在华尔街的手中，甚至也不掌握在企业所有者手里。随着我们的进步，金融的前景将由一批大学教授来描绘，金融专业人士纷纷开始上门求教。在他们的象牙塔内，大学教授成为现代金融的先行者。

巴菲特与现代证券投资理论

尽管巴菲特将主要精力集中在伯克希尔－哈撒韦公司的生意上，但他同时也密切关注着股票市场。当大多数投资人士将 1973~1974 年视为衰落损失的阶段时，巴菲特作为格雷厄姆的学生看到的却是机遇，并且他知道什么时机行动。

巴菲特在斯坦福法学院（Stanford Law School）举行讲座时曾描述过他投资《华盛顿邮报》（*The Washington Post*）的原因。正如在《杰出投资家文摘》中的专题报道一样，巴菲特后来回忆说："1974 年我们以 8000 万美元的估价购买了华盛顿邮报公司。在当时，如果你问 100 位分析家中的任何一位，该公司值多少钱，他们都会无可争议地说值 4 亿美元。然而，按照 β 值和现代证券投资理论，我们没有按照我们的估值，即 8000 万美元买下公司，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是仅以 4000 万美元就买下了，这是一件很冒险的事。尽管公司实际值 4 亿美元，但是它可能会有较多的波动，他们正是在这点上输给了我。”

对华盛顿邮报的购买是一个清楚的信号，它预示着巴菲特已经踏上了一条与多数人士所走的完全不同的路。他对现代金融投资理论的三项主要要素也持有自己清醒的看法。这三项要素为：风险、多元化以及有效市场。

巴菲特论风险

忆及前面有关现代投资的理论，风险被界定为股价的波动性，但在巴菲特的投资生涯中，股价下跌一直被视为多赚钱的机遇。股价下挫实际上降低了巴菲特投资的风险，而不是增加了风险。他指出：“作为企业所有者，我们认为作为股票持有者也是这样，学术界对风险的定义实在有失水准，以至于近乎无稽之谈。”

巴菲特对风险另有定义：风险是受到损害或伤害的可能性，它是企业“内在价值风险”的一项要素，而不是股票的价格行为。巴菲特说，真正的风险是投资的税后收益是否“将给他（投资者）带来至少与他开始投资时一样的购买力，还要加上原始投资股本所能带来的利息收益。”按照巴菲特的观点，损害或伤害来源于对四项主要要素的错误判断，而这四项要素（见下面专栏）将决定你投资的未来利润，外加不可控制、不可预测的税收及通胀的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它是一项好的投资吗？

为确保你原始投资股本产生高回报的可能性，巴菲特希望你能将下面四项因素牢记在心：

1. 企业长期经济特征是否可以肯定地被给予评估。

2. 管理层是否可以肯定地被评估。不仅企业实现其全部潜能的能力可以被评估，而且企业英明地使用其现金流量的能力也可被评估。

3. 管理层是否可以被充分信赖，保持渠道畅通，使收益得以从企业转入到股民手中而不是被据为己有。

4. 企业的购入价。

对巴菲特来说，风险与投资者的投资时间阶段密切相关。他解释说，如果你今天买了一种股票并打算明天卖掉它，那么你就进入了一桩风险买卖。预测股票短期内涨落的成功机会不会比掷硬币预测的结果好到哪儿去，你会有一半时间输掉。然而，如果你延伸你的时间段至几年，并假设你刚开始的购买就是明智的，你卷入危险交易的可能性就大大减小了，这是意味深长的一件事。巴菲特说："如果你让我分析今晨买入可口可乐股票明晨将其卖出的风险，我会说这是一桩非常有风险的交易。"然而，按巴菲特的思维逻辑，如果今晨购买可口可乐股并且持股10年，这就是一桩零风险的生意。

巴菲特论多元化组合

巴菲特对风险的认识推动了他对多元化战略的认识，在这点上他又与现代投资理论唱了反调。你还记得吗？根据那个理论，多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元化投资组合的主要好处在于降低个股的价格波动，但如果你对价格波动不感兴趣，像巴菲特那样，你会用另一种眼光看待投资多元化。

巴菲特说："我们采取的战略与下列标准多元化信条格格不入。许多权威评论者会说我们的战略可能比传统投资者的更具风险。我们认为，如果投资者提升他对企业的关注度，并且提高他对企业经济状况的满意度，然后再购买它们的股票（事实上投资者也应该这样做），那么集中投资的策略反而会降低风险。"这就是说通过有目的地将注意力集中在几家有选择的公司上，你更有可能对它们进行密切的研究，并掌握其内在价值。你对公司了解得越多，你可能遭遇的风险越小。

巴菲特解释说："多元化只是起到保护无知的作用。如果你想让市场对你不产生任何坏作用，你应当拥有每一种股票，这样做也没有错呀。这对于那些不知如何分析企业情况的人来说是一种完美无缺的战略。"从许多方面来看，现代投资理论保护了那些不知道也不懂得如何评估企业的投资者，但这种保护是有代价的。按照巴菲特的说法："它（现代投资理论）会告诉你如何计算平均值，但我想任何一个5年级的学生都知道如何计算平均数。"

巴菲特论有效市场理论

如果有效市场理论是正确的话，除非靠机遇，否则几乎没有任何个人或团体能取得超出市场的业绩。任何人或团体更无可能持续保持这种超出寻常的业绩。然而巴菲特在过去25年的骄人业绩就是确凿的证据，这是可能的。还有其他几位步巴菲特后尘的聪明券商，他们也打败了市场，其经验证明了产生超出市场业绩的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能性。这对于有效市场理论意味着什么呢？

据巴菲特的观察："有效市场理论的倡导者似乎从未对与他们的理论不和谐的证据产生过兴趣。很显然，不愿宣布放弃自己的信仰并揭开神职神秘面纱的人不仅仅存在于神学家之中。"

关于有效市场理论为什么不堪一击的主要原因可以总结如下：

- 投资者不总是理智的。按照有效市场理论，投资者使用所有可得信息在市场上定出理智的价位，然而大量行为心理学的研究表明投资者并不拥有理智期望值。
- 投资者对信息的分析不正确，他们总是依赖捷径来决定股价，而不是依赖最基本的体现公司内在价值的方法。
- 业绩衡量杠杆强调短期业绩，这使得从长远角度击败市场的可能性不复存在。

巴菲特与有效市场理论的中心分歧点在于：它没有为那些全面分析可得信息并由此占据竞争优势的投资者提供任何成功的假定前提。"市场经常是有效的这一观察是正确的，但由此得出结论说市场永远是有效的，这就错了。这两个假设的差别如同白天与黑夜。"

然而，有效市场理论（EMT）在商学院里仍被奉为神旨。这个事实带给沃伦·巴菲特无穷的"满意"。巴菲特讽刺性地说道："很显然，这种对学生和易轻信的投资专业人士的不负责的态度对我们和其他追随格雷厄姆的人来说是最大的帮助，因为他们吞食了有效市场理论的苦果。在任何种类的较量中（金融也好，精神或身体也罢），我们都占有极大的优势。我们的对手被告知市场的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不可控性，他们甚至都不用去试。从自私的角度讲，我们或许应该捐助些椅子以确保有效市场理论能被永久地教授下去。”

现代证券理论既已如此，但确有一种战略能够超出市场业绩。这一战略引导我们朝着一个全新的投资管理理论迈进。

开发一个新的证券管理理论

今天，投资者正处于一个学术上的交叉路口。左边是现代证券投资理论这条路。现代证券投资理论的假设是：投资者是理智的，市场是有效的，风险则以股价的波动来界定，而唯一降低风险的途径是选股的广泛多元化。右边这条路则是集中证券投资理论，它与前者水火不容，并且基于下面这些不同的信念：

- 投资者并不总是理性化的，他们也会时常感到恐惧和贪婪。
- 股市不总是有效的，所以愿意研究和学习的投资者还是有机会击败市场的。
- 风险不是以价格为基础的，它是以经济价值为基础的。
- 最理想的证券投资是集中投资，它强调在高概率事件上押大赌注，而不是在不同概率事件上押相同分量的赌注。

在人们成功地应用巴菲特所传授的集中投资战略之前，他们必须首先从现代证券投资理论的思维框架中走出来。一般来说，从一个被多数人认为低效的模式中摆脱出来并非难事。毕竟平庸无功并不是什么值得自豪或奖励的事情，但是现代证券投资理论已

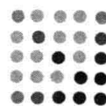
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经被发展了一段时间并已深入人心，它充满了严谨的公式和诺贝尔奖得主的名字。我们也不要期待现代证券投资理论的维护者会轻易转向。对新理论的默许，不论对他们的学术地位还是对金融资金都将是巨大的威胁。

幸运的是，我们不必从事瓦解现代证券投资理论的工作，未来的事实将会令其土崩瓦解。如果我们听取巴菲特的忠告，我们赢得的成功将会逐步推翻这个低效的模式。尽管现代有价证券理论有其学术上的重量级人物，我们也应看到集中投资理论的脉系中亦不乏历史上最伟大的投资家，他们包括约翰·梅纳德·凯恩斯、菲利普·费舍尔、查理·芒格、罗·辛普森、比尔·罗纳以及沃伦·巴菲特。

如果你被现代证券投资理论的喋喋不休冲昏了头，请记住本·格雷厄姆对他学生的忠告：“你的对错并不能由多少人反对你来决定。你之所以对，是因为你的数据和逻辑推理是正确的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第3章
Chapter3

巴菲特派⊖的超级投资家们

投资并非一场智力游戏，智商为160的人并不一定能击败智商为130的人。

——沃伦·巴菲特

⊖ “巴菲特派”是从Baffettville翻译过来的，意指与巴菲特有相似投资理念的人。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20世纪20年代中期正当经济处于高涨时期，一位已开始在华尔街崭露头角的年轻人本杰明·格雷厄姆回到了他的母校哥伦比亚大学，并准备在晚间研究生课上讲授证券分析课程。他一直在脑子里筹划写一本这方面的书，他认为授课可以帮助他理清思路。哥伦比亚大学接受了他的提议，并将课程安排在1927年秋季学期。

所有人都对课程的受欢迎程度感到惊讶，但最惊讶的是格雷厄姆本人。来听课的人实在太多，校方只好安排警卫把守大门以便那些提前注册的人能得到座位。在这些听课的人中有一位哥伦比亚大学商学院的年轻助教大卫·多德（David L. Dodd），他获得了听课的机会。第二年听课的需求量更大，许多听课者抱着学习新证券投资技巧的想法坚持将课听完。

再下来是1929年。在冬季的几个月里，格雷厄姆忙于为自己和客户应付股市大崩溃所带来的影响，写书的工作就被耽搁了。他曾让他的学生大卫·多德帮助他写作，即便如此，这本具有划时代意义的书直到1934年才得以完成。适时正值大萧条的高峰，书名取为《证券分析》（*Security Analysis*），可谓直截了当而又没有丝毫的哗众取宠之意。格雷厄姆后来说，书的拖后完成实属天意，因为它允许我包括进“以痛苦的代价换来的智慧”。

《证券分析》一书是全球公认的一部经典著作。在经过5次再版，并发表65年之后，它仍被大量印刷，它对现代投资界的影响以及本·格雷厄姆对这一行业的巨大贡献无论怎么评价都不为过。

在这部独创性的著作发表50周年的纪念日，哥伦比亚商学院（Columbia School of Business）召开了一次研讨会，纪念这部由两位杰出的本学院教师担纲的具有创见性的作品的发表。巴菲特作为学院最著名的校友之一，同时也是格雷厄姆价值学说最著名的现代倡导者，被应邀做演讲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出席1984年那天的研讨会的人当中有大学教授、研究员、其他学术界人士以及许多投资专业人士，他们中的许多人仍坚信现代证券投资组合理论和有效市场理论的正确性。巴菲特如我们所知，仍然坚定地反对这一理论。在这次题为“格雷厄姆－多德派的超级投资者们”（The Superinvestors of Graham-and Doddsville）的演讲中，巴菲特讲了一些故事，开了一些并非花俏的玩笑，静静地但却坚决地毁灭了有效市场理论赖以生存的基础。这是一篇沃伦·巴菲特式的经典演讲。

演讲以总结现代证券投资组合理论的中心辩题开始：股市是高效的，所有股票的定价均是合理的，所以任何打败市场的人都属幸运。他说也许是这样，但是我认识一些人，他们就做到了，而且他们的成功绝非幸运二字所能解释的。

为了对可能是幸运一说给予更合理的解释，他要求在座各位设想一下举行一个全美2.25亿人参加的掷硬币比赛。猜中者的奖筹为1美元。每掷一次，输者退出，赢者留下赌筹，进入下一轮。在经过10轮比赛以后，巴菲特解释道，那剩下的22万个赢者，通过累积筹码已经赚得了1024美元。再经过10轮掷币比赛，剩下的215名赢者就赚得了100万美元。

巴菲特继续说道，现在商学院的教授们在分析了这场全国性比赛之后，会指出那些掷硬币的人没有什么特殊技巧，他们还会争辩，这件事情很容易被2.25亿只大猩猩模仿。

为了慢慢建立起他的逻辑关系，巴菲特承认，从统计学的角度，靠运气，大猩猩的确可能产生同样的结果，但是他请听众设想一下，如果这215个获胜的猩猩中有40个来自于同一家动物园，难道我们就不想问一问他们的管理员给那些现在富得流油的大猩猩吃了些什么吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特说，关键的问题是，任何高度集中发生在某一领域的事件，都有可能是某些不寻常的事情，值得我们去调查。现在他该得出关键性结论了：万一这群独特的获胜成员靠的不是他们吃了什么，而是靠向某人学的手艺呢？

由此，我们进入了巴菲特称之为格雷厄姆－多德派的“学术派”。那天他举的所有例子都是围绕着那些长时间持续击败市场的人，这些人不是靠运气，而是靠遵循同一个人所制定的基本原则，这个人就是本·格雷厄姆。

每位投资者对掷硬币的叫法有所不同，但他们都与一个共同的策略密切相联，这就是要充分利用公司的市场价格与其内在价值的差异。巴菲特解释说：“毫无疑问，我们这些格雷厄姆－多德派的投资者并不讨论 β 值、固定资产价格模式或资产回报的协方差，这些不是他们感兴趣的领域。事实上，他们中的多数对界定这些词汇都有困难。”

在以 1984 年这场演讲为基础的另一篇文章中，巴菲特列示了一些图表。这些图表展示出格雷厄姆－多德派成员的骄人业绩。15 年后的今天，对于那些身体力行地实施格雷厄姆的战略，并与巴菲特分享集中投资、大量持股这一价值理念的人的业绩进行重新审视，一定是一件很有趣的事。我将这些人称为巴菲特派的超级投资家们，他们是查理·芒格、比尔·罗纳、罗·辛普森，当然还有巴菲特本人。在他们的业绩记录中有很多可供我们学习的东西，但当我们开始这项调查之前，让我们先来了解一下第一位集中战略投资家。

约翰·梅纳德·凯恩斯

许多人是从约翰·梅纳德·凯恩斯对经济理论的贡献中认识并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了解他的，然而凯恩斯不仅仅是一位伟大的宏观经济思想家，他还是一位传奇式的投资家。他杰出的投资才能的证据可以在位于剑桥的国王学院（King's College）的切斯特基金（Chest Fund）业绩记录中找到。

1920年以前，国王学院的投资仅限于固定收入债券，然而，当凯恩斯在1919年被任命为第二财务主管时，他说服受托管人成立了另一个基金，其组成包括普通股、现金和商品期货，这一单独账户就是切斯特基金。从1927年到他去世，凯恩斯一直是这家基金的唯一负责人。

1934年，也就是《证券分析》发表的同一年，凯恩斯给他的一个同事写了一封信（见第1章），信中他解释了为什么他喜欢仅投资于几家公司的原因。4年后，他为切斯特基金准备了一份全面的政策报告，列出了他的投资基本原则：

- 对几项投资进行仔细选择，考虑它们相对于今后几年的实际和潜在内在价值是否便宜，同时还要考虑到其他供投资的选择。
- 对这几项大手笔投资稳重持股，绝不动摇，直到几年后投资收益稳操胜券或此投资证明是错误时方可放手。
- 建立一个平衡的投资地位，尽管个股持股量大，风险却是多种多样的，如果可能只有相对风险。

我对凯恩斯投资策略的体会是，他是一位集中投资家。他将他的股票限制在认真选择的几种之内；他依赖对所选股的股值与其股价进行估算这一基本分析原则。他喜欢将投资周转率保持在一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个非常低的水平上。他认识到将风险分散化的重要性。我认为为了实现风险的相对性，他的战略是将投资集中在具有不同经济地位的高质量、可预测的企业之上。

凯恩斯的业绩如何呢？对表 3-1 的简要研究表明，他的选股和证券管理技巧都是杰出的。在过去的 18 年里，切斯特基金取得了平均年回报率为 13.2% 的业绩，而英国股市的回报却停留在持续低迷的状态。考虑到这一阶段既包括了大萧条也包括了第二次世界大战，我们不得不说凯恩斯的业绩是非凡的。

表 3-1 约翰·梅纳德·凯恩斯

年度	百分比的变化（%）	
	切斯特基金	英国市场
1928	0.0	0.1
1929	0.8	6.6
1930	−32.4	−20.3
1931	−24.6	−25.0
1932	44.8	−5.8
1933	35.1	21.5
1934	33.1	−0.7
1935	44.3	5.3
1936	56.0	10.2
1937	8.5	−0.5
1938	−40.1	−16.1
1939	12.9	−7.2
1940	−15.6	−12.9
1941	33.5	12.5
1942	−0.9	0.8
1943	53.9	15.6
1944	14.5	5.4
1945	14.6	0.8
平均回报	13.2	−0.5
标准偏差	29.2	12.4
最低回报	−40.1	−25.0
最高回报	56.0	21.5

即便如此，切斯特基金仍有了几番痛苦的经历。在三个不同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的年度（1930、1938 和 1940 年）它的价值都跌至整体市场水平之下。“从基金财富的大起大落中，我们看到基金比市场的波动更加剧烈。”确实，如果我们看切斯特基金的标准偏差，会发现它比总体市场的波动率高近乎 2.5 倍。毫无疑问，基金投资者经历了“颠簸的旅途”，但最终他们取得了比市场高出许多百分点的成绩。

假如你认为凯恩斯作为宏观经济学家，不过掌握了适时进出市场的技巧，那就让我们再来看一看他的投资策略。

“在交易周期的不同阶段，掌握股票的系统移动规律，适时买卖股票，的确可以使投资商占有很大优势，但我们还未能证明自己占有这一优势。基于这些经验，我很清楚研究整体股价移动的想法是不切实际的，也是不可取的，原因多种多样。多数人企图低价买入、高价卖出，但总是晚一步，并经常发生低价卖出、高价买入的情况。长此以往，必将损失惨重并造成心事重重、投机心切的心态。如果这种心态蔓延开来，不但会产生严重的社会问题，更会加剧市场波动幅度。”

巴菲特的合伙公司

当本·格雷厄姆解散了他的投资公司，沃伦·巴菲特于 1956 年回到奥玛哈时，他开始筹建自己的合伙投资有限公司，这已在第 2 章中提到过。当开张时，合伙公司共有基金 10.5 万美元，这是 7 个合伙人的共同资产，外加巴菲特的 100 美元。他为自己设立了一个目标：每年击败道琼斯工业平均股指 10 个百分点。他不仅达到了这个目标，而且远远超过了这个目标。在这个合伙公司成立的 13 年里，它的年平均回报比道琼斯高 22%。在这 13 年里，他从未有一年输给市场。到 1965 年，合伙企业的资产达到 2600

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万美元。

巴菲特合伙公司的经营是1957~1969年，这期间它的回报（见表3-2）既是显著的，又多少有些反常。它的显著之处在于，巴菲特在这段时间里击败了道琼斯平均年回报，比它高出22%；它的反常之处在于，他取得如此高的回报却又没有太多的波动。注意在表3-2中，他的标准差比道琼斯的还要低，而标准差是表现波动的另一种方法。巴菲特以他那特有的谦逊口吻静静地说道：“不管用什么方法计算，我认为这个结果是令人满意的。”

表3-2 巴菲特合伙企业

年度	年度百分比的变化（%）	
	合伙企业	道琼斯工业平均指数
1957	10.4	−8.4
1958	40.9	38.5
1959	25.9	20.0
1960	22.8	−6.2
1961	45.9	22.4
1962	13.9	−7.6
1963	38.7	20.6
1964	27.8	18.6
1965	47.2	14.2
1966	20.4	−15.6
1967	35.9	19.0
1968	58.8	7.7
1969	6.8	−11.6
平均回报	30.4	8.6
标准偏差	15.7	16.7
最低回报	6.8	−15.6
最高回报	58.8	38.5

他是如何做到的呢？他是如何避免常与集中投资相连的波动风险的呢？有两条可供解释的原因。首先，可能他拥有的证券的价格以不同的方式移动。尽管我肯定他没有刻意构造低协变性投资证券，但拥有经济种类不同的企业股也很有可能使旅途平坦，不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

太颠簸。其次，另一个可能的而且似乎更能说明问题的解释是，巴菲特小心谨慎、固守原则地选择那些具有高内在价值而市场价格又被大幅打压的股票，这就起到限制价格走低的风险，而又给投资者带来潜在上升的实惠。

查理·芒格的伙伴性合作

沃伦·巴菲特常被人们称做世界上最伟大的投资家，而这一盛名对他也是名副其实。然而伯克希尔－哈撒韦公司这么多年来的杰出业绩不仅仅来自巴菲特，同时也出自于副总裁查理·芒格的英明领导。尽管我们将伯克希尔的投资业绩归于总裁的名下，但我们绝不要忘记查理本人也是一位杰出的投资家。凡是参加过伯克希尔年度会议的股东们，或者在《杰出投资家文摘》上读到过查理的思想的人，都会意识到他是一位多么优秀的学者。

巴菲特说："我大约是在1960年遇见查理的，我告诉他法律作为爱好还是不错的，但他可以做得更好。"查理是哈佛大学法学院的毕业生，当时他在洛杉矶拥有一家蒸蒸日上的事务所，然而巴菲特说服查理进入了投资业，查理的投资天赋可以在表3-3中找到。巴菲特解释说："他的证券投资集中在少许几家证券上，所以他的记录比别人的波动要大得多，但是他对证券的管理遵循了同样的价格与价值反差的策略。"查理跟随格雷厄姆的证券管理方法，只对那些以低于公司内在价值出售的公司感兴趣。"他愿意接受业绩中的高峰与低谷，而且他碰巧是那种从心里就倾向于集中投资的人。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3-3 查理·芒格合伙公司

年度	年度百分比的变化（%）	
	合伙企业	道琼斯工业平均指数
1962	30.1	−7.6
1963	71.7	20.6
1964	49.7	18.7
1965	8.4	14.2
1966	12.4	−15.8
1967	56.2	19.0
1968	40.4	7.7
1969	28.3	−11.6
1970	−0.1	8.7
1971	25.4	9.8
1972	8.3	18.2
1973	−31.9	−13.1
1974	−31.5	−23.1
1975	73.2	44.4
平均回报	24.3	6.4
标准偏差	33.0	18.5
最小回报	−31.9	−23.1
最高回报	73.2	44.4

注意，巴菲特在描述查理的业绩时，并没有使用风险二字。按照传统的风险定义（价格的波动性），我们应当说查理的合伙投资是极具风险的，但以 18 个百分点打败市场年平均水平又并非是一个风险人之所为。相反，这是一个精明的投资家的做法，他能够将注意力集中在几家难得的好股票上，这些股票目前的售价大大低于估算的市值。

红杉基金

巴菲特首次遇见比尔·罗纳是在 1952 年。当时俩人都在哥伦比亚大学听格雷厄姆的证券分析课。两位同窗一直保持着联系，巴菲特关注着罗纳的投资业绩，心里充满敬慕之情。当 1969 年巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲特关闭他的合伙投资公司时，他找到了罗纳。“我问罗纳是否愿意接手我们的投资伙伴，于是他成立了红杉基金。”

俩人都知道适时建立共同基金的时机不对，但罗纳只能硬着头皮上。股市当时正在分裂成两层市场。多数游资都朝着时髦的 50 家公司云集，诸如响当当的大公司 IBM 公司和施乐（Xerox）公司，而将增值股远远地甩在了后面。巴菲特指出，尽管增值投资者的相对业绩在开始时很难看出来，“我很高兴地看到我的伙伴们不仅跟定了他，而且还追加了投资，这使我有些惊讶，但他们最终均获得快乐的投资回报。”

红杉基金是一个真正的开拓者。这是第一家以集中投资为指导原则进行投资的基金。我们拥有红杉持股的对外公布的记录，它清楚地表明比尔·罗纳和他的合伙人里克·卡尼夫（Rick Cuniff）管理着一家高度集中、低周转率的证券投资公司。红杉基金平均拥有 6~10 家公司的证券，这些证券占了总体投资的 90% 以上。即使如此，证券所涉及的经济领域在过去是，今后还将是广泛而多元化的。罗纳曾多次指出，尽管红杉基金是一家集中证券投资公司，但它拥有各种各样的企业，包括商业银行、制药、汽车和财产损失保险。

比尔·罗纳的观点从很多方面讲都在共同基金管理者中独树一帜。一般情况下，多数投资管理都是以某种事先想好的投资组合概念作为出发点，然后用各种不同的股票去填充投资组合。在罗纳·卡尼夫公司，他们从选择最佳的好股这一观念出发，然后让投资组合围绕着这些选择进行。

选择尽可能的好股当然需要做大量高水平的研究，在这点上罗纳·卡尼夫公司又一次有别于本行业的其他公司。这家公司已经建立起资金管理行业最聪明的作坊之一的美誉，它避而不用华尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

街为券商准备的研究报告，而是依赖本公司自己对公司进行的广泛调查。罗纳曾说过："我们不是为公司的头衔而做调查分析，如果是这样，我的名片上就会写着'比尔·罗纳——研究分析家'。"

这个观点在华尔街也是独特的。他解释说："在华尔街典型的做法是，人们以'分析员'的身份开始其职业生涯，但他们不断激励自己，以便能被提拔到更有名望的'投资券商'的地位。这个地位被认为更独特也更有用。相反，我们一直认为，如果你是一位长期的投资者，分析员的地位是至关重要的，有了正确的分析，资金管理工作就水到渠成了。"

这一独特的策略究竟为公司的股民带来了多少好处呢？表 3-4 列举了红杉基金 1971~1997 年的投资业绩。在此期间，红杉基金与标准普尔 500 的 14.5% 的回报相比，取得了平均年回报 19.6% 的业绩。像其他集中投资一样，红杉基金取得了高于平均回报的成绩，但有较大的波动。在此期间，市场的标准偏差（你可能已知这是表示波动大小的一种方法）是 16.4%，而红杉基金为 20.6%。有些人将此称之为高风险，但以罗纳·卡尼夫公司选股的细腻和努力，这个传统的定义在此并不适用。

表 3-4 红杉基金公司

年度	年度百分比的变化（%）	
	红杉基金	标准普尔 500 指数
1972	3.7	18.9
1973	−24.0	−14.8
1974	−15.7	−26.4
1975	60.5	37.2
1976	72.3	23.6
1977	19.9	−7.4
1978	23.9	6.4
1979	12.1	18.2
1980	12.6	32.3
1981	21.5	−5.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

年度	年度百分比的变化（%）	
	红杉基金	标准普尔 500 指数
1982	31.2	21.4
1983	27.3	22.4
1984	18.5	6.1
1985	28.0	31.6
1986	13.3	18.6
1987	7.4	5.2
1988	11.1	16.5
1989	27.9	31.6
1990	−3.8	−3.1
1991	40.0	30.3
1992	9.4	7.6
1993	10.8	10.0
1994	3.3	1.4
1995	41.4	37.5
1996	21.7	22.9
1997	42.3	33.4
平均回报	19.6	14.5
标准偏差	20.6	16.4
最低回报	−24.0	−26.4
最高回报	72.3	37.5

罗·辛普森

1996 年年初，伯克希尔－哈撒韦公司完成了对政府就业保险公司（GEICO）的并购。当时，它是美国第 7 大汽车保险公司。这是一个长期的利润丰厚的合作的顶峰。

在那些长期跟随巴菲特的人当中，政府就业保险公司这个名字并不陌生。这家公司在伯克希尔－哈撒韦公司拥有令人崇敬的地位。巴菲特是在 1951 年被他的老师介绍给这家公司的。当时本·格雷厄姆是这家公司的董事之一。以真正的巴菲特风格，沃伦·巴菲特在 1 月份一个寒冷的星期六早晨来到政府就业保险公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司总部，进一步了解企业的状况。当时身为总裁助理，后荣升为公司总经理的劳瑞默·戴维森（Lorimer Davidson）为他进行了政府就业保险公司竞争优势的简要介绍。

当他回到奥玛哈他父亲的证券代理公司以后，他就集中全力为其客户购买政府就业保险公司的股票，他甚至为《商业财经编年》（*The Commercial and Financidl Chronicale*）撰写了一篇题为“我最喜欢的证券”的有关政府就业保险公司的研究报告。到了1951年年底，年轻的巴菲特已将其净资产的65%（价值1万美元）投在了政府就业保险公司上。

20世纪70年代初期，政府就业保险公司遇上了麻烦。几年持续的证券价格下挫所造成的损失几乎使这家公司破产，然而巴菲特应用他自己的原则，不为所动。他坚信，他拥有的是一家坚固的公司，它目前正遭遇困难，这使得它的股价不具优势，于是他开始买进。到1980年，通过伯克希尔－哈撒韦公司，他已累积了政府就业保险公司33%的股本，价值4570万美元。

与此同时，巴菲特进行了另一笔买入。这笔“买入”对政府就业保险公司今后的金融健康有直接的益处，这个买入的人就是罗·辛普森。

辛普森在1979年被巴菲特吸引进政府就业保险公司之前，曾在斯坦·罗－法罕公司（Stein Roe & Farnham）以及西部资产管理公司（Western Asset Management）工作，他是普林斯顿大学的经济学硕士。忆及对辛普森工作的面试情况，巴菲特记得罗拥有“理想的投资性情”。据巴菲特说，罗是一位独立的思考者，他对自己的研究很有信心，而且“他对从众操盘或逆众操盘都没有特殊的乐趣”。

罗是一位贪婪的读者。他忽略华尔街的研究，而对年度报告情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有独钟。他对普通股的选股过程与巴菲特极为相似。他仅购买高回报率的企业，而且这个企业由能人掌管且低价可得。罗还在其他方面与巴菲特有共同点，他只盯住几种股票做。政府就业保险公司的几十亿美元的证券资产照惯例只拥有 10 种以下的股票。

1980~1996 年间，政府就业保险公司的资产回报率取得了年平均 24.7% 的好成绩，相比较之下市场的回报率为 17.8%（见表 3-5）。巴菲特说："这些不仅仅是令人兴奋的数字，而且更重要的是，这些业绩是用正确的方法得来的。罗坚持不懈地投资于低于真正价值的普通股，这些个股不太可能会使他产生永久性损失，总体个股放在一起就近乎于无风险。"这再次证明在巴菲特心目中，风险与波动毫无关系。风险是由一段时期内个股能够产生的利润的肯定性所决定的。

辛普森的作派和投资风格与巴菲特的思维方式丝丝相扣。巴菲特说："罗采取的是同样保守的集中投资策略，与我们在伯克希尔做的一样，有他加盟董事会定会为我们增色不少。"巴菲特对辛普森赞赏有加。"我们很少让人插手我们已经掌握控制权的企业和资金流动，但是我们很愿意让罗做，他的出现确保伯克希尔公司后继有人。万一某些事情发生在我和查理身上，公司仍有一位杰出的专业人士马上到场处理投资事宜。"

凯恩斯、巴菲特、芒格、罗纳、辛普森，很明显，巴菲特派的超级投资者们似乎拥有一种共同的投资策略，他们共同的信念是：降低风险的方法是购买安全边际系数高的股票（也就是说，公司的内在价值与当今市价之间存在有利差异的股票）。他们还设法将投资组合集中在少量几种高概率的公司上，这不仅可以降低风险，而且还帮助产生大大高于市场回报率的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3-5 罗 · 辛普森，政府就业保险公司

年度	年度百分比的变化（%）	
	政府就业保险公司资产	标准普尔 500 指数
1980	23.7	32.3
1981	5.4	−5.0
1982	45.8	21.4
1983	36.0	22.4
1984	21.8	6.1
1985	45.8	31.6
1986	38.7	18.6
1987	−10.0	5.1
1988	30.0	16.6
1989	36.1	31.7
1990	−9.1	−31.1
1991	57.1	30.5
1992	10.7	7.6
1993	5.1	10.1
1994	13.3	1.3
1995	39.7	37.6
1996	29.2	37.6
平均回报	24.7	17.8
标准偏差	19.5	14.3
最小回报	−10.0	−5.0
最高回报	57.1	37.6

当我们指出这些成功的集中投资家时，还是有许多人持怀疑态度：也许他们的成功是基于他们之间密切的专业联系。但是所有这些炒家选择的却是不同的股票。巴菲特持的股不是芒格所持有的；芒格持的股不是罗纳持有的股；罗纳又与辛普森持有不同的股；没有人与凯恩斯持有相同的股。

哦，这倒是真的，但怀疑家们还会说你只给我们举了 5 个集中投资家的例子，5 项观察还不足以得出统计学上有意义的结论。在拥有千千万万资产管理券商的行业里，5 个成功的例子仅仅是偶然的机遇。

这很公平。为了驳斥这种 5 个巴菲特派的超级投资家充其量不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过是统计学上的过失的观点，我们有必要探求更广阔的领域。不幸的是，我们没有大量的集中投资者可供研究，那么我们怎么办呢？通过走进统计实验室，并设计一个包罗万象的拥有 1.2 万个证券组合的世界。

3000 个集中投资者

利用普通股投资回报的计算机统计数据库，我们分离出 1200 家公司，这些公司展示出许多可供测量的数据，包括总收入、净收益、资产回报。获取数据的期限是 1979~1986 年。然后，我们让计算机进行随意组合，从这 1200 家公司中组合出 1.2 万种规模不同的证券投资组合。

1.3000 组包括 250 种股票的证券投资组合。

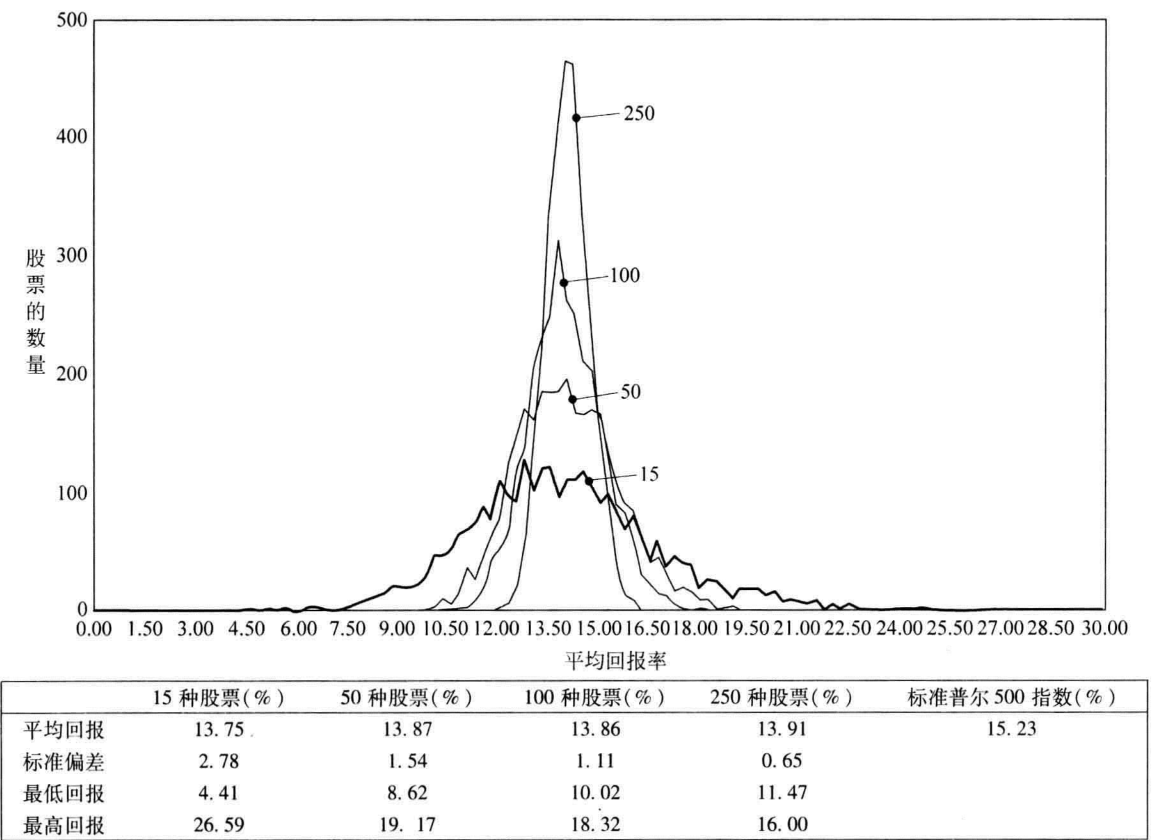
2.3000 组包括 100 种股票的证券投资组合。

3.3000 组包括 50 种股票的证券投资组合。

4.3000 组包括 15 种股票的证券投资组合。

然后，我们计算每类证券投资组合中每种投资组合的平均年回报率，并按 10 年和 18 年两个时间段分别计算。两个时间段所获得的收益分布图如图 3-1 和图 3-2 所示。最后我们将四类不同投资组合的回报与同期标准普尔 500 综合价格指数相比较。用上述做法我们得出一个关键性结论：在任何情况下，只要我们减少证券投资组合中股票的数量，我们获得高于市场回报率的可能性就将增加。

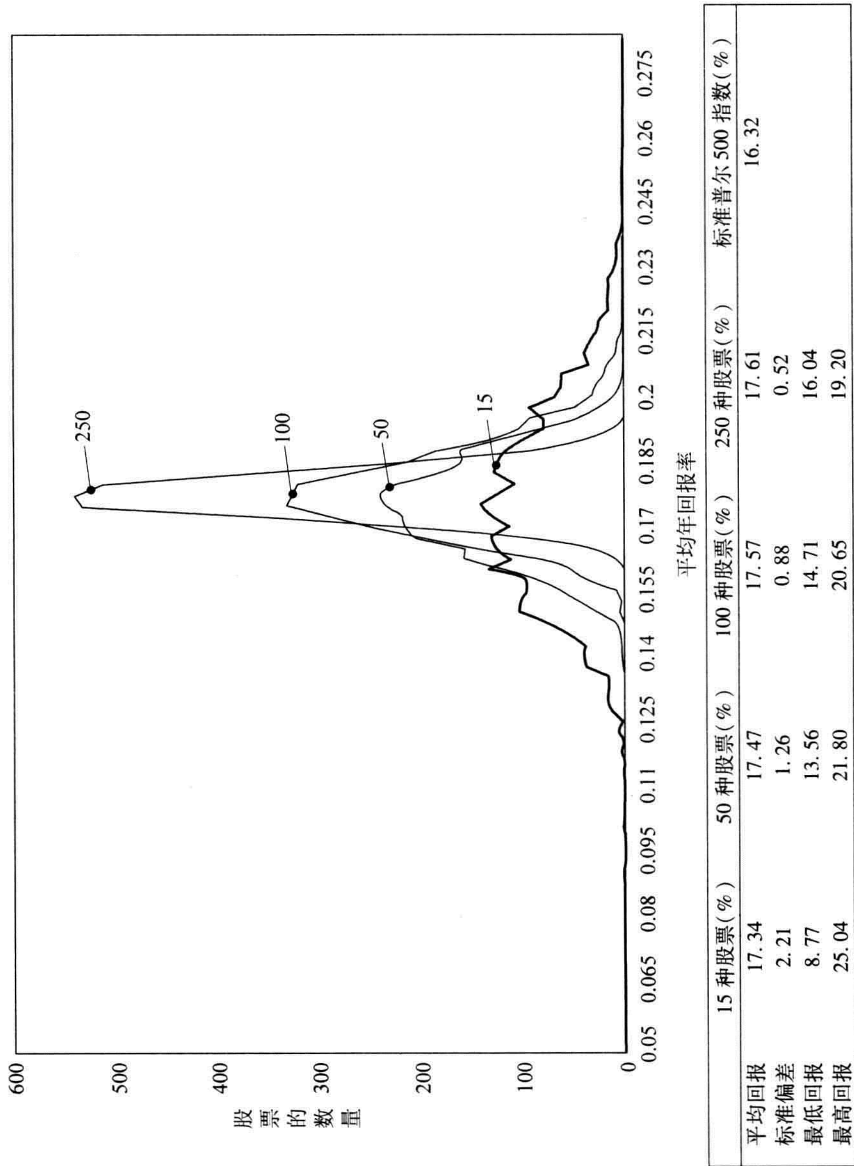
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



	15种股票(%)	50种股票(%)	100种股票(%)	250种股票(%)	标准普尔500指数(%)
平均回报	13.75	13.87	13.86	13.91	15.23
标准偏差	2.78	1.54	1.11	0.65	
最低回报	4.41	8.62	10.02	11.47	
最高回报	26.59	19.17	18.32	16.00	

图 3-1 10年期(1987～1996年)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



	15 种股票（%）	50 种股票（%）	100 种股票（%）	250 种股票（%）	标准普尔 500 指数（%）
平均回报	17.34	17.47	17.57	17.61	16.32
标准偏差	2.21	1.26	0.88	0.52	
最低回报	8.77	13.56	14.71	16.04	
最高回报	25.04	21.80	20.65	19.20	

图 3-2 18 年期（1979～1996 年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让我们更深入地了解一下，从10年期的图3-1开始。所有四类证券投资组合的平均年回报率都在13.8%左右，而同期标准普尔500的平均回报率为15.2%，比它们略高些。我们应记住两点：一点是标准普尔500指数是以那些最大型公司为主体的权重指数；另一点是我们考虑的时间段恰逢大资本公司做得最好的时期。在我们的研究中，我们的证券投资组合被赋予相同的权重，它们既包括大公司股票也包括中小型公司的股票，所以我们可以说这4类"实验室"证券投资组合的表现几乎与市场的总体水平持平。

当我们观察最少种股票组/最多种股票组——每组最差表现与最佳表现时，这项实验就变得越发有趣。下面是我们得出的结论：

- 在250种股票的证券投资组合里，最高回报为16.0%，而最低回报为11.4%。
- 在100种股票的投资组合组里，最高回报为18.3%，最低回报为10.0%。
- 在50种股票的那一组里，最佳回报为19.1%，而最差回报为8.6%。
- 在15种股票的那一组里，最佳回报为26.6%，而最差回报为4.4%。这一组就是研究中的集中证券投资组合，而且只有这一组的最佳回报比标准普尔500指数高很多。

同样的相关趋势亦可在长期（18年）阶段中（图3-2）找到。拥有少量证券的投资组合比拥有大量证券的投资组合产生更高或更低的回报。这些结果导致两个不可忽略的结论：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 拥有集中投资组合你会有更大的机会打败市场。
- 拥有集中投资组合你会有更大的机会输给市场。

为了给怀疑家们加深第一个结论的印象，我们发现 10 年期的数据有一些重要的统计结论。

- 在 3000 种 15 只股票的投资组合中，有 808 种投资组合击败市场。
- 在 3000 种 50 只股票的投资组合中，有 549 种投资组合击败市场。
- 在 3000 种 100 只股票的投资组合中，有 337 种投资组合击败市场。
- 在 3000 种 250 只股票的投资组合中，有 63 种投资组合击败市场。

我将上述结论作为强有力的证据证明：证券拥有数量减少，击败市场的可能性增加。拥有 15 只股票，你击败市场的概率是 4∶1，而拥有 250 只股票你击败市场的概率是 50∶1。

另一项需要考虑的重要事宜是：在我们的研究中，我们没有将交易费用的作用考虑在内。很显然，周转率越高，交易成本也越大。如果这些已付费用被加进我们的图中，年回报率曲线就应向左移动，这将使得击败市场平均回报水平更难。

上述的第 2 个结论则更强调了英明选股的至关重要。巴菲特派的超级投资家们个个都是超级选股能手，这绝非偶然。如果你没有适时买入应买的公司股票，你的不佳业绩亦会十分引人注目。然而我们还是认为那些超级投资家所赢得的超级回报完全出于他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们愿意将他们的证券集中在最好的创意投资组合上，这一点在下面即将分析的伯克希尔－哈撒韦的普通股证券投资组合中表现得淋漓尽致。

伯克希尔－哈撒韦

在过去的33年中（1965~1997年）伯克希尔－哈撒韦的每股账面价值以平均每年24.9%的幅度增长，这几乎是标准普尔500综合指数的两倍（见表3-6）。以这种增长速率，伯克希尔的每股账面价值每隔2.9年就翻一倍。现在你知道为什么伯克希尔公司有这么多的百万富翁了吧。在过去的30年里，他们一直以高于平均的增长率增长着。

表3-6 伯克希尔－哈撒韦公司

年度	年度百分比的变化（%）	
	伯克希尔每股账面价值	标准普尔500指数
1965	23.8	10.0
1966	20.3	−11.7
1967	11.0	30.9
1968	19.0	11.0
1969	16.2	−8.4
1970	12.0	3.9
1971	16.4	14.6
1972	21.7	18.9
1973	4.7	−14.8
1974	5.5	−26.4
1975	21.9	37.2
1976	59.3	23.6
1977	31.9	−7.4
1978	24.0	6.4
1979	35.7	18.2
1980	19.3	32.3
1981	31.4	−5.0
1982	40.0	21.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

年度	年度百分比的变化（%）	
	伯克希尔每股账面价值	标准普尔 500 指数
1983	32.3	22.4
1984	13.6	6.1
1985	48.2	31.6
1986	26.1	18.6
1987	19.5	5.1
1988	20.1	16.6
1989	44.4	31.7
1990	7.4	−3.1
1991	39.6	30.5
1992	20.3	7.6
1993	14.3	10.1
1994	13.0	1.3
1995	43.1	37.6
1996	31.8	23.0
1997	34.1	33.4
平均回报	24.9	12.9
标准偏差	13.0	16.4
最低回报	4.7	−26.4
最高回报	59.3	37.6

账面价值是判断一个公司在长时间里进步的一个很好的测量方法，但是它混淆了我们对证券管理的分析。伯克希尔的账面价值既包括了它的普通股，也包括了它的固定收入投资和控股企业。与伯克希尔账面业绩记录混为一谈，搅在一起的还有希茜糖果店（See's Candy Shop）、内布拉斯加家具店（Nebraska-Furniture Mart）、布法罗新闻报（Baffalo News）、安全飞行公司（Flight Safety）以及司考特·费泽公司（Scott Fetzer）。如果我们抛开所有这些非普通股投资，单独分析伯克希尔的证券投资又会怎样呢？结果是令人瞠目的。

在这项分析中，我们将伯克希尔的股票资产单独列出，使用的是 1988~1997 年的年度报告（见表 3-7）。我们的研究仅限于公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司持有的主要上市公司，而忽略那些不知名的“其他普通股持股”。因为这些股的名称我们无从得知，又因为这些散股仅代表股票资产的很小一部分，所以将它们的收益排除在外不会使研究产生太大的变化。还有一点防止误解的说明：伯克希尔是在年底公布其所持有的普通股。为了我们的目的，我们假定伯克希尔所有的股票都是从1月1日起拥有。尽管假设巴菲特在一年的任何时间里都享有全年的收益是不对的，但巴菲特的许多股票的确是全年持有的，而且我们是以10年期进行分析，这点偏差我认为是不重要的。

表 3-7 伯克希尔 – 哈撒韦公司

年份	股票资产收益（%）	同等加权收益（%）	2% 加权收益（%）	标准普尔 500 收益（%）
1988	11.9	11.0	16.0	16.6
1989	53.1	38.3	32.3	31.7
1990	2.7	−9.8	−3.9	−3.1
1991	55.5	52.7	33.5	30.4
1992	24.2	31.1	11.4	7.6
1993	11.7	19.5	11.6	10.1
1994	15.3	8.0	2.6	1.3
1995	43.6	43.2	38.3	37.6
1996	37.5	29.6	24.0	23.0
1997	38.5	46.1	35.4	33.4
平均年收益	29.4	27.0	20.1	18.9

我是第一个对伯克希尔在过去10年中的主要普通股的收益情况感兴趣的人。表3-7中显示出这一组的年平均收益为29.4%，比标准普尔500的18.9%高出许多。

多数关心沃伦·巴菲特生涯的人都知道，他擅长做可口可乐公司股。巴菲特在过去这些年里对可口可乐公司下的大赌注，为他获取了可观的收益。1988年，当巴菲特开始购买可口可乐股时，它占据了伯克希尔股票资产中普通股部分的20.7%。1991~1997年，可口可乐的比例上升到占公司普通股的34.2%和43%（见附录A中的表A-1~

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A-10）。1988~1997 年的 10 年间，可口可乐公司的表现如何呢？它的业绩几乎是正常市场的 2 倍；它的平均年回报率为 34.7%，而市场是 18.8%，对巴菲特而言，将他的头寸集中在可口可乐的周围为他带来了高额的利润。这是他对高概率事件下的一个大赌注。

如果巴菲特没有将大部分头寸压在某些股上，而是将他的股票每年自始至终保持平衡状态，那又将会怎样呢？为了做到这一点，他就不得不卖掉一些头寸过大的股票以期达到与其他股一致。权重相同的持股方法会使伯克希尔的回报率降至 27.0% 的水平，比集中持股低近乎 2.5%。

让我们进行最后一步的分析。假设巴菲特不拥有集中股票投资组合，而广泛地拥有 50 种多元化的股票投资组合。让我们进一步假设伯克希尔所持主要股票中每一种股票均占 2% 的权重（如附录 A 中表 A-1~ 表 A-10 所列，构成 50 种股票的投资组合），而且股票构成的均衡性产生与市场持平的收益。尽管这种虚构出来的包括一组均衡股票的结构不会比市场的业绩好，但平均来讲也不会差到哪里去。这种杜撰出来的股票投资组合是由伯克希尔公司的实际股票加上市场平均收益股票联合构成的，只不过所有股的权重都为 2%。这样的投资组合在同期产生的平均年收益率为 20.1%，比市场平均水平仅高出 1.2%。

综上所述，我们可以清楚地看到集中股票投资组合可以带来最佳的结果。同比权重的股票投资组合也可以击败市场，但业绩分散到各股后降到只超过市场 3%，最后虚构的 50 种股票投资组合，尽管业绩仍可打败市场平均水平，但它却是最差的结果，比原有的好收益降低了整整 9 个百分点。

我们对伯克希尔的资产进行如此分析的目的就是要展示：尽心尽力对高概率事件进行集中股票投资会产生最令人满意的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个分析的目的与前面所进行的对15种、50种、100种及250种股票投资组合进行分析的目的是一样的。相反，不动脑筋地企图以多种不同名称的股票按相同的比重扩大股票的构成，将会使收益与市场持平。当你除去佣金、减去开销，并对收益进行调整时，你开始明白，你为什么很难在业绩上超出市场了，因为你拥有几百种股票，而且还在不断地买进卖出。

平面地球协会

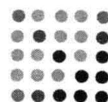
当沃伦·巴菲特1984年在哥伦比亚大学做演讲时，他进行了一项讽刺性的观察。如果在座各位都同意他的观点，并转向集中投资战略，他就失去了他的某些优势，因为这样价值与价格之间的差距就会缩小，但他很快补充说经验证明这不太可能发生。

巴菲特说："这个投资秘诀自从本·格雷厄姆和大卫·多德撰写《证券分析》一书时就已广为人知了，到目前为止已有50年的历史，然而在我应用价值投资的35年里却没有看到这个趋势的出现。人的特性中似乎有一种顽症，就是喜欢将简单的事情变得复杂化。"

他可能是对的。在他演讲过后的15年里仍然没有人急于实施集中投资。你可能还记得前面为了进行足够的观察以便从统计数据上维护我们的辩题，我们不得不人为地在计算机房里创造各种投资组合。

或许正如巴菲特所说，我们甚至已经"从讲授价值投资学的讲台上败下阵来……这种状况还可能会持续下去。尽管轮船已环绕地球航行，但地球平面学说协会仍将繁荣。证券市场上仍将存在巨大的价值与价格差异，而那些阅读格雷厄姆和多德的书的人仍将继续发财"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第4章
Chapter4

一种更好的衡量业绩的方法

当某种股票的价格受到华尔街某“羊群”的影响，并被最感性的人、最贪婪的人或最沮丧的人推向极致的时候，我们很难认为股市是理性的。事实上，股市价格经常是不可理喻的。

——沃伦·巴菲特

华章经典·金融投资
HUAZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果巴菲特是对的，如果市场价格经常是不合理的，那么用价格作为衡量业绩的唯一指数就是愚蠢的，然而我们确实是这样做的。我们的整个证券行业都对价格缺乏清醒的认识。如果某种股票的价格上涨了，我们就认为有利好消息，如果股价下跌了，我们就认为有利空消息，我们会采取相应的行动，但是如果价格经常是不理智的，我们将我们的行动基于股价的上下波动是否明智呢？

还有另一种愚蠢的习惯对上述难题起到了推波助澜的作用，即以短期的价格衡量业绩。巴菲特会说我们不仅衡量业绩的依据（价格）是错误的，而且我们对业绩衡量得太快，也太频繁。如果我们对所看到的数字不满意，我们马上就换股。

这种双重式的愚蠢——以价格为衡量依据以及短期的炒作心态，是一种不健康的思维方式，而且它表现在企业的各个层面上。正是这种不健康的心态导致某些人每天都关注股市行情，并经常性地给证券代理商打电话，他们的电话号码均设置在快速拨号的功能上。这也是为什么那些负责几十亿美元投资的机构券商们，随时准备得到指示，即刻买卖的原因。同样出于这种原因，共同基金的券商们总是快速更换他们的证券投资组合，他们认为这就是他们的工作。

令人感到吃惊的是，当局势开始不妙的时候，同样是上述这些资金管理者，首先督促他们的客户保持镇定，他们发出信函稳定客户的心，极力颂扬保持原有股票稳定性的好处，可是他们自己为什么不实施他们兜售给人家的原则呢？

在共同基金的操盘中，这种自相矛盾的现象尤其突出，原因是券商的行为完全被记录在案，并且完全受到金融媒体的监督。基于这种信息的可得性以及人们对共同基金的熟悉和了解，我们只要来看一下共同基金的操盘情况，就可以深刻理解为什么以价格衡量业绩是愚蠢的行为了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共同基金的双重标准

约瑟夫·努赛拉（Joseph Nocera）在1997年《财富》（*Fortune*）杂志上发表的文章中指出，共同基金的券商们在鼓励自己的股民怎样做和自己的实际做法上存在明显的不一致。他们要求股民“买入并持股”而自己却频繁地买卖——买入卖出，再买再卖。为了加强他个人对这种双重标准的观察，努赛拉引用《晨星报》（*Morningstar*）的记者唐·菲利浦（Don Phillips）的话：“共同基金行业自己的所做所为与它告诉投资者所做的之间毫无联系。”

很显然，现在的问题是：如果投资者被告知买好股并连续持股，为什么投资券商每年要疯狂地买卖股票呢？努赛拉说，答案“在于基金行业内部的动态活力使得资金管理者很难超越短期利益”。为什么呢？因为共同基金行业已经变成了一个短期业绩竞赛的游戏，而且业绩完全由价格来衡量。

今天，资金券商们面临巨大的压力，他们必须产生出令人眼红心跳的短期业绩数字来。这些数字必须引人注目。每隔3个月，权威的金融刊物如《华尔街日报》（*Wall Street Journal*）和《巴伦》（*Barron's*）都会公布共同基金季度业绩排行榜。过去三个月业绩最好的基金移至排行榜前几名，它们被金融界人士在电视和报纸上大加赞扬。基金亦赶紧为此庆祝，大做广告宣传以吸引众多的新储户。投资散户们则一直等着看哪些券商是热门，然后迫不急待地将钱投过去。的确，季度业绩排行榜越来越起到区分有才华的和平庸的券商的作用。

这种将业绩固定在短期价格上的做法不仅仅局限于共同基金，或只在共同基金里显而易见，它还控制着我们整个行业的思维。我们已不再处于用长期业绩来衡量券商的环境中了，甚至那些自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已操盘做自己券商的人也受到这种不健康环境的传染。从许多方面来说，我们都已成为营销机器的奴隶，这部营销机器几乎注定人们业绩平庸，而被卷入这个怪圈的人似乎又很难摆脱出来。但是，如前所述，还是有一种方法可以改善投资业绩，只是最有可能在较长的时间里产生高于平均水平收益的战略与我们评判业绩的方法风马牛不相及——一个是共同基金券商的方法，另一个是我们自己的方法。这真是残酷而具讽刺意味的。

龟兔赛跑

1986年，在巴菲特发表了“格雷厄姆－多德派里的超级投资家们”这篇文章以后，尤金尼·沙罕（Eugene Shahan）写了一篇题为“短期业绩与价值投资真的水火不相容吗？”的文章。作为哥伦比亚大学商学院的校友同时又是美国基金会（U.S. Trust）的证券券商，沙罕提出了我们现在正要提出的问题：基于短期业绩来评判资金券商的投资技巧到底合适吗？

他注意到，除了巴菲特本人，其他被巴菲特称之为“超级投资家”的人——他们均无可否认地懂技巧，无可否认地成功，但都经历过短期业绩低潮的阶段。将乌龟和兔子引进资金管理的概念中，“这是对生活的又一个讽刺，因为追求短期业绩是完全可以达到的，但这是以牺牲长期利益为代价的。格雷厄姆－多德派里的超级炒家们的杰出业绩都是在对短期业绩毫不理会的情况下取得的。”沙罕评论道。他还指出，以今天共同基金券商们的这种业绩大竞赛的方式，许多格雷厄姆－多德派里的超级炒家们就会被遗忘和疏漏掉。

同样，我们在第3章中介绍过的那5位巴菲特派的超级炒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家——集中战略投资家们，也会遭到忽略。表 4-1 中显示出他们所经历的几个困难阶段。只有巴菲特本人毫发未伤地闯过所有业绩竞争的难关。

表 4-1 巴菲特派的超级炒家们

	业绩评估总年数	低业绩总年数	低业绩年数占总年数的百分比（%）
凯恩斯	18	6	33
巴菲特	13	0	0
芒格	14	5	36
罗纳	27	10	37
辛普森	17	4	24

约翰·梅纳德·凯恩斯在经营切斯特基金的 18 年里，有 1/3 的时间是低于市场平均业绩的。的确，在他掌管基金的前 3 年，他的业绩比市场业绩低了整整 18 个百分点（见表 4-2）。

表 4-2 巴菲特都市的超级炒家们

	持续低于标准普尔 500 指数业绩的年数	低于平均业绩阶段里相对最差业绩（%）
凯恩斯	3	−38
巴菲特	0	不可知
芒格	3	−37
罗纳	4	−36
辛普森	1	−15

红杉基金的情况也差不多。低于平均业绩的年数占整个业绩总年数的 37%（见表 4-1）。像凯恩斯一样，罗纳的出头之日也来得很艰难。“曾经有过几年，我们成了当之无愧的亏本大王。在 20 世纪 70 年代中期创办红杉基金本来就是缺乏远见之举，并连续四年遭受低于标准普尔业绩的灾难。”到 1974 年，红杉基金已比市场落后了令人咋舌的 36 个百分点。“我们躲在桌下，不敢听电话，心里盘算着风暴是否已平息。”风暴的确已平息了。到了 1976 年年底，红杉基金在第五个半年期的业绩评估中已超出市场 50 个百

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分点。到了 1978 年，红杉基金已获利 220%，而不是标准普尔 500 指数的 60%。

就连查理·芒格也难逃集中投资中的业绩波动的恶运。在炒股的 16 年中，查理有 36% 的时间是亏损的。与其他集中投资家一样，他也遭受过一连串的厄运。1972~1974 年，芒格落后于市场整整 37 个百分点。罗·辛普森在过去的 17 年里，有 4 年是低于市场业绩的，占总体年数的 24%。他的年度相对最差业绩比市场水平低 15 个百分点。

无独有偶，当我们分析实验室里的集中投资行为时亦发现了相同的趋势（见表 4-3）。在持有 15 种股票的 3000 组投资组合中，有 808 组在 10 年的期限内（1987~1996 年）击败了市场。然而在这 808 组赢家中，有 97% 的赢家经历了一定阶段的低业绩表现——4 年、5 年、6 年甚至 7 年低于市场业绩。

表 4-3 集中投资组合（15 种股）10 年期数据（1987~1996 年）

以标准普尔 500 指数为基数的超出市场 / 低于市场的年数	投资组合数	占总数百分比（%）
10/0	0	0.00
9/2	1	0.12
8/2	20	2.48
7/31	128	15.84
6/42	272	33.66
5/5	261	32.30
4/6	105	13.00
3/7	21	2.60
2/8	0	0.00
1/9	0	0.00
0/10	0	0.00

假如凯恩斯、芒格、辛普森、罗纳是刚刚起步的新券商并生活在当今的环境中，而他们的业绩仅以年度业绩价值来衡量，会出现什么样的情况呢？他们可能由于客户遭受的惨重损失，已被炒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鱿鱼了。然而，根据集中投资战略的观点，如果集中投资意味着不时要忍耐低潮业绩，我们就面临一个实际的问题：如果使用价格来作为唯一的衡量业绩的标准，我们怎么知道，哪些是非常聪明的券商，只是经历1年或3年的不良业绩，最终将使业绩超群？哪些是要永久遭遇不良业绩的呢？我们无法知道。

我们不是没有尝试过，但我们还是不知道。

学术界和研究者们投入了大量的精力，试图决定哪些券商或者哪些战略最有可能在某段时期内击败市场。在过去的几年里，享有盛誉的《金融日报》基于著名教授的研究成果亦发表了几篇文章。文章中问的是同样的基本问题：对共同基金的业绩是否有一种衡量模式？这些大学教授对此问题进行了大量的学术探讨和数据分析，但是他们的研究却没有得出令人满意的答案。

在这些研究中，有四项研究是与被学术界称之为“持续性”相关的，即投资者选择拥有最佳近期记录的基金进行投资的趋势。投资者相信对券商的跟踪记录可以显示其未来的业绩。这就创造出一种自我满足的动力，让今年的资金跟着过去几年的顶级券商走。当这种动力以1年为单位进行衡量时（根据去年的赢家来选择今年的赢家），我们将这种现象称为“热手”现象。热手现象就是通过观察在过去几年做得好的基金，从而预测出它们在不久的将来业绩也会突出的现象。这样做是否可行呢？这正是上述研究所要求证的。

在两项毫无关联的研究中，南加州大学工商行政管理学院（Southern Californal School of Business Administration）的马克·加哈（Mark Carhart）以及普林斯顿大学的伯顿·马尔基尔（Burton Malkiel）都未能在持续性和未来业绩之间找到任何有意义的相关性。在第三项研究中，三位来自哈佛大学约翰·肯尼迪政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

府学院（John F. Kennedy School of Government at Harvard）的教授（达瑞尔·亨得里克斯（Darryll Hendricks）、杰伊多·巴泰尔（Jayendu Patel）、理查德·杰克豪泽（Richard Zeckhauser）分析了 15 年的数据，得出的结论是购买今年“热手”券商的股票似乎并不能保证明年基金的“热手”。纽约大学里奥那多·斯特恩商学院（Leonard Stern School of Business at New York University）的斯蒂芬·布朗（Stephen Brown）以及耶鲁大学管理学院（Yale’s School of Management）的威廉·戈兹曼（William Goetzmann）得出的结论是：持续性只不过是战略的共性而已。换句话说，在所有的热手组里，我们可能会发现好几位券商在使用相同的战略。

尽管研究是彼此独立的，但这些学术界人士却得出相同的结论：没有显著的证据能够帮助投资者选择下一年度的顶级业绩持有者。不管投资者如何在“热手”观念间弹来跳去，只要“热手”以价格业绩来界定就无助于他们建立自己的净资产。

由此我们可以想象出沃伦·巴菲特对这些学术研究的看法。对于他来说，故事的寓意很清楚：我们必须放弃将价格作为唯一衡量尺度的固执做法。我们必须从事倍功半的短期评判习惯中摆脱出来。

但是，如果不将价格作为最佳衡量尺度，我们应该使用什么尺度取而代之呢？“什么尺度都不用”并不是一个好的答案。即使是买股并持股的战略也并不推崇两眼一抹黑的做法。我们必须找出另一种衡量业绩的尺度。幸运的是，我们确有一种方法，这种方法是巴菲特评判自己业绩的奠基石，也是他衡量他所管理的公司伯克希尔－哈撒韦业绩的奠基石。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他衡量业绩的尺度

沃伦·巴菲特曾经说过："哪怕股市关闭一两年我也不在乎。毕竟股市每周六、周日都关闭，我从未为此着急过。"当然"活跃的交易市场是好的，它会时不时地为我们展现令人垂涎三尺的机会，但这绝不意味着是必须的"。

为了更全面地理解上述这番话的含义，你应该仔细思考他下面的这段话："我们对我们所持证券的交易情况的持续不明朗并不太担心，我们担心的是我们的子公司'世界书市'（World Book）或'费可海姆'（Fechheimer）缺乏每日股市报盘信息。最终我们的经济命运还是由我们所拥有的企业的经济命运所决定的，不管我们是部分拥有股权还是全部拥有股权（以股票的形式）。"

如果你拥有一家企业，又得不到企业每日股市的报盘情况，你怎样衡量它的业绩，决定它的进展呢？很有可能你会衡量它的收益增长情况，或运营成本的改善情况，或资本花费的降低情况。你只有借助企业的经济状况来指导你，告知你的企业是增值了还是贬值了。在巴菲特心目中，衡量一家私有企业业绩的（石蕊）试纸与衡量一家公开上市企业业绩的试纸没有什么区别。

"查理和我通过企业运营结果，而不是通过每日甚至每年的股价报盘来告知我们的投资成功与否。"巴菲特解释说："市场可能会对企业的成功忽略一时，但最终它会证实企业的成功。"

那么我们是否可以指望市场对我们选择了正确的公司给予回报呢？我们是否可以认为在企业的经营效益与未来股价之间存在很强的相关性呢？如果时间拉得足够长，答案似乎是肯定的。

利用我们在实验室里建立的1200家公司那几组数据，我们可以很容易地看到在不同阶段里企业收益与股价之间表现出的关系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（这种相关性的详细资料见附录B中的表B-1~表B-5）。总而言之，当我们开始决定企业收益与股价之间关系的密切程度时，我们发现时间越长，相关性越大。

- 当持股为3年时，相关系数为0.131~0.360（0.360的相关系数意味着价格方差的36%由收益方差来解释）。
- 当持股达5年时，相关系数为0.374~0.599。
- 当持股期为10年时，相关系数增至0.593~0.695。
- 当持股期为18年时，收益与股价的相关系数达到0.688——具有显著意义的相关性。

这就验证了巴菲特的论点，如果时间足够长，一个效益好的企业定将产生强劲的股票。然而他对收益向股价的转换过程持谨慎的态度，认为它是“不平衡的”也是“难以预测的”。尽管随着时间的推移，在收益与股价之间存在着越来越大的相关性，但它并不总是可以预知的。巴菲特说：“从长期角度讲，市场价值与企业价值是齐头并进的，但在某个单一年度它们之间的关系可能是神秘莫测的。”65年前，本·格雷厄姆也教给我们同样的一课，他说：“只要企业的内在价值在以令人满意的速度增长，那么它是否也以同样的速度被别人认可它的成功就不重要了。事实上，别人晚些认可它的成功反而是件好事，它可以给我们留出机会以较低的价格买进高质量的股票。”

“全面”收益

为了帮助股民了解伯克希尔－哈撒韦公司的大量普通股投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价值，巴菲特发明了“全面收益”一词。伯克希尔的全面收益是由它的联合企业（分公司）的营业收益、留成收益以及税收折扣所构成的。当然只有当留成收益被实际支出的情况下，伯克希尔才会支付税收折扣。

所谓留成收益（也可称为未分配利润）是指公司没有将利润以红利的形式支付给股民而是将它再投回公司的那部分实际收益。在过去的这些年里，伯克希尔来自其所持有的大量普通股的留成收益的数量是非常可观的；这些普通股包括可口可乐、联邦住宅抵押贷款（Federal Home Loan Mortgage）、吉列（Gillette）、华盛顿邮报（The Washington Post Company）以及其他一些公司。到 1997 年，留成总收益额为 7.43 亿美元。根据公认会计准则（GAAP），伯克希尔不能将其留成收益计入利润表中，尽管如巴菲特所指出的，留成收益有其明显的价值。

全面收益这一概念最早是为伯克希尔的股民们设立的，但对那些寻求理解自己证券投资价值方法的集中投资券商来说，这一概念也代表了重要内容，特别是当股价经常与公司潜在经济价值彼此脱离时。巴菲特说：“每个投资者的目标应当是创立一种证券投资（事实上是一家公司），它能够为投资者在 10 年左右的时间里带来最高的全面收益。”

据巴菲特说，自 1965 年以来（巴菲特接管伯克希尔－哈撒韦这年），公司的全面收益与其证券市值几乎同步增长，然而二者并没有形成固定同步移动的关系。利润超前价格的事情时有发生（本·格雷厄姆著名的“市场先生”被过度压制了）。在另一些时候，也出现过价格超前于利润的现象（“市场先生”处于无法控制的过热状况）。我们要记住的重要一点是二者在长时期里的关系是同步的。巴菲特告诫说：“这种战略将迫使投资者从长计议，放眼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未来的市场，从而取得优异的成绩，而不是仅看短期市场利益。”

巴菲特的量尺

当巴菲特考虑增加一项新投资时，他首先看看他已拥有的投资，再看看新购入股是否比原来的更好。伯克希尔今天使用的是一把经济量尺，用以比较可能的购进企业。查理·芒格强调说：“巴菲特所说的话几乎对每位投资者都是很有用的。作为一名普通人，你能拥有的最好的东西莫过于你的量尺。”查理下面的这段话道出了增加你的投资价值的最关键一步也是被广泛忽略的秘诀：“如果（你打算购买的）新股并不比你知道的其他股好多少，这说明它没有达到你的门槛要求。这就淘汰掉你所见到的 99% 的股票。”

基于目前你所拥有的投资，你手边又有了随时可供调遣的经济标准——一把量尺，你就可以以多种形式为你自己的经济标准下一个定义了，例如全面收益、股本回报、安全边际。当你买卖你证券投资中的某家公司的股票时，你或是提升了，或是降低了你的经济标准。作为一个长期持股的券商，作为一个相信未来的股价一定会与其经济效益挂钩的券商，你的工作就是不断想办法提升经济标准。芒格说：“这是项十分伤脑筋的工作，而且商学院总的来说不会在这方面教你什么。”

如果你退一步想一想，标准普尔 500 指数也是一把量尺，它是由 500 家公司构成的，每家公司都有自己的经济回报。为了逐步超出这 500 家的业绩，即提升业绩标杆，我们必须聚集并管理一批公司的证券，它们的经济效益要优于上述 500 家经济效益的平均加权指数。如何管理这类证券的过程就是这本书所涉及的内容。

原来经营大都会 / 美国广播公司（Capital Cities/ABC）（该公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司后来与沃尔特·迪士尼公司（The Walt Disney Company）合并）的汤姆·墨菲（Tom Murphy）对经济效益标杆有着深刻的理解。大都会／美国广播公司经营着一系列媒体公司，将这些公司的经济效益联合起来加权就构成了股民的经济回报。墨菲深知要提升大都会／美国广播公司的价值，他必须找到那些能提高现存经济标杆的公司。墨菲曾说过："券商的职责不是找出使火车变长的方法，而是使火车跑得更快的方法。"

由于集中证券投资经常在价格上滞后于股市，你不要错误地认为可以以此为借口忽略对公司业绩跟踪的责任。从使用经济效益标杆的伊始，不管市场多么诡秘多端，你都要把握好选股购股这一关口。诚然，集中投资券商不应沦为股市狂想的奴隶，但是你应对你所持股公司的所有经济波动做到心中有数。

不管怎么说，如果一位集中投资券商对其所投资公司的经济情况都不甚了解，你又怎么能指望"市场先生"（我们将在第 7 章中对其进行重新介绍）对你所选购的股票在适时给予回报呢？

像树獭一样行动迟缓的两项原因

集中投资必须是长期投资。如果我们问巴菲特持股的最理想期限，他会说"永远"——只要企业仍然产生高于平均的经济效益，而且管理层仍以理智的态度分配公司的收益，这只股票就要继续持有。他解释说："按兵不动是聪明的策略。我们不会，其他多数企业券商也不会由于联邦储蓄贴现利率的小小改变，或由于华尔街的某位权威人士改变了对市场的看法就疯狂地抛售非常有利可图的分支企业。我们占据着只有少数人才拥有的最优秀企业的股票，既然如此我们为什么要改变战术呢？"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你拥有的是一家很差的企业，你应该将它出手，因为丢弃它你才能长期拥有更上乘的企业，但如果你拥有的是一家优秀企业，千万不要把它出售。巴菲特解释说："如果实施得当，一项低周转率投资战略应该产生的结果是拥有少数几种证券，但这几种证券却代表整个投资的大部分比例。这就相当于购买几位杰出的大学篮球明星的未来收益股权的20%，他们当中有些人会继续成为NBA的明星，而从他们身上获取的收益将很快占据所收取会费来源的绝大部分。如果某些人建议让投资者卖掉他最成功的投资，理由是它们占据整体投资比例过大，这就相当于让公牛队卖掉迈克尔·乔丹，因为他对公牛队的作用太过重要。"

这种如同"树獭"般行动迟缓的证券管理策略，表面看起来古怪离奇，特别是对于那些习惯于经常性活跃买卖的人尤为如此，但是这样做除了能增加高于平均水平的资本以外，还有其他两项经济利益：

- 它起到降低交易成本的作用。
- 它增加税后利润。

每项经济利益都是很有价值的，二者相加其好处更是无可比拟。

降低交易成本

共同基金每年的平均换手率为100%~200%。换手率描述的是证券买卖的数量。例如，如果某券商在一年的时间里将其所有的股票都卖掉，然后再重新全部买回，或者卖掉其半数的股票两次，又两次买回，他的换手率就是100。如果他两次卖掉又重新买回全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部股票，他的换手率就是200%。但是如果某券商每年仅卖掉又买回其证券投资的10%的股票（这意味着平均持股期为10年），他的换手率就为很低的10%。

《晨星报》作为以芝加哥为基地研究共同基金的报纸，对美国国内的3560家共同基金进行了全面调查，发现那些具有低换手率的基金相对于高换手率的基金能产生更大的利润回报。《晨星报》的研究表明，以10年为期限，那些换手率低于20%的基金比换手率高于100%的基金的利润回报高出14个百分点。

这是一个简单得不能再简单的常识，以至于人们经常因其显而易见而忽略掉。换手率高的问题在于频繁交易增加了基金的代理成本，从而降低了净利润。

税后收益

低换手率还有另一项重要的经济优势：它使资本收益的付税期向后拖延了，这会产生正面影响。具有讽刺意味的是，人们换手股票的目的原本是为了增加收益，但它却同时增加了你的当期税务负担。当某券商卖掉一种股票，并用另一种股票来替换时，他相信这一换手举动会增加他的收益，但卖掉一种股票意味着实现了资本收益，所以每笔新股票的选择必须以超出原有股票的资本收益作为新起点。

如果你拥有一个私人退休金账户或公司退休金账户，那么你的收益或所得是无须付税的，但如果你拥有的是共同基金私人账户，你在基金中实现的任何资本收益都将转嫁给股民，从而产生资本收益税。你从基金账户里卖出的股票越多，你所面临的税收负担就越重。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使在年终共同基金业绩表上显示出的利润回报是相当可观的，在支付了收益税以后，你的净税后收益可能仍将低于平均水平。懂行的股民现在开始问这样一个问题：那些由活跃的证券基金产生出高于平均指数基金的利润回报，在扣除了税收以后是否仍能产生高于平均基金指数的利润回报？因为高于平均指数的基金，从本质上都是税收有效基金。

除非是无须付税的账户，否则税收将是投资者所面临的最大开销。它们比代理佣金要高，有的甚至比经营一家基金的费用还高。事实上，税收已经成为基金回报率低下的主要原因之一。资金管理商罗伯特·杰弗里（Robert Jeffrey）和罗伯特·阿诺特（Robert Arnott）认为：“这是一个不好的消息，但好消息是有一些交易战略可以尽量减少这些常被人们忽视的税收后果。”杰弗里和阿诺特曾在备受人们尊敬的《证券管理杂志》上发表了一篇题为“你的 α 是否足够大以弥补你的税收？”的文章。这篇文章在投资界引起了广泛的争论。

概括地说，这项关键性的战略包括了另一个常识性的观念，这个观念常被人们低估：未兑现的收益的巨大价值。当一只股票升值了，但又未卖掉时，这个价值增值就是未兑现的收益。如果这只股票不卖，就不会产生资本收益税。如果你保留收益原封不动，你的钱就会以更强劲的势头滚动增长。

总而言之，投资者经常低估了未兑现收益的巨大价值——它被巴菲特戏称为一项“财政部的无息贷款”。为了阐明他的观点，巴菲特让我们设想一下，假如我们做 1 美元的投资，这个投资每年的价格都翻一倍，那将会怎样？如果你在第一年年底卖掉投资，你会获净利 0.66 美分（假设你的税率是在 36% 这一档次）。第二年你又将 1.66 美元再投资，并在年底又获加倍增值。如果这种投资持续下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去，每年投资值都翻一倍，你每年都将其出售付税，将剩下的钱进行再投资，到20年的年底，你将拥有25 200美元的净收益，总共付税款13 000美元。相反，如果你购买1美元的股票投资，每年投资翻一倍，但你不将股票卖掉，那么到20年的年底你出售股票时，你的收益将是69.2万美元，大约付税35.6万美元。

复利的神奇效果

以1美元投资开始，投资每年增值一倍。

1. 年底将投资出售，付清税款，将剩余额进行再投资。

每年重复如此投资，坚持20年。

最终净获利润25 200美元。

或者，

2. 保持不出售任何投资。

20年的年末，将最终获税后净利润69.2万美元。

冷静地观察上述数字，有几点事实是显而易见的。如果你不每年收取你的利润，而是让利润以复利形式增长，最终你的利润将会多得多。与此同时，20年后你所交付的总税值也多得令你瞠目结舌。这就是为什么人们从直觉的角度感到要每年将收益转换成利润的原因。他们觉得这样更好，可以将税收控制住，但他们没有认识到这样做在利润上造成的差距有多么巨大。

在他们的文章中，杰弗里和阿诺特计算了周转率对证券投资开始产生负面影响的百分比。计算结果与人们的直觉是截然相反的。投资税率最高、对投资伤害最大的时期是在换手之初，然后随着换手率的增加而减少。杰弗里和阿诺特写道："传统思维认为任何处于1%~25%之间的换手率都是低档次的，从而对企业税收影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不大，只要换手率超过 50%，它就被认为是高换手率且对企业产生很大的影响，但事实恰恰相反。”

杰弗里和阿诺特的研究表明，只要换手率达到 25%，证券投资所产生的 80% 的税就相当于换手率达到 100% 所产生的税。他们的结论是，在你投资换手率较低的时候，你就要引起相当的重视，而不是在换手率很高的时候才对其重视起来。为了保持税后的高回报率，投资者必须将其年平均投资换手率保持在 0%~20% 之间。

什么样的战略才有助于人们保持低换手率呢？一个可行的方法是被动的、低换手指数基金战略。另一个就是集中投资战略。杰弗里和阿诺特说：“这就像是婚前咨询一样，我们的忠告是，你要试图建立一个你能与之长期生活在一起的投资证券组合。”

查理·芒格解释说：“在当今的证券投资管理界，每个人都想赢，但每个人又都不想在年业绩表现上距离标准的道路太远，除非你是顶尖人物。以理智消费者的观点，整个证券行业都是疯狂的，它聚集了一批有才华的人物，但从事着对社会无实际贡献的交易活动。”然而券商们反驳说：“我们必须这样做，我们的业绩就是这样被衡量的。”

今天券商们受到相对业绩的束缚。彼得·伯恩斯坦，一位业内作家是这样解释的：“在相对业绩这场游戏中，你的证券风险已不再由你所拥有的证券决定，你的风险由你不拥有的那些数量巨大的证券所决定。在这些证券面前你永远矮人三分。”如果证券券商的业绩与市场收益相距甚远，他们就面临着失去客户与维护他们信誉的咨询专家的危险。用查理·芒格的话来说就是“偏离轨道”的恐惧，即业绩远离市场回报的恐惧已经“束缚了这个行业的手脚”。

在本章中，我们花费了大量篇幅介绍共同基金的兴衰与成败。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

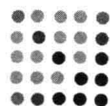
我们之所以选择共同基金是因为人们对它很熟悉，故它是一个简单的范例，但是切记不要有片刻的想法认为错误思维仅局限于共同基金券商们身上。对他们的引用只是想说明，这些错误的想法已经贯穿了整个证券投资业，成为一种广泛的趋势。通过观察共同基金券商的所思所想、所作所为，你可深刻反思自己该怎么想，怎么做。

在本章中我们了解到强劲的短期业绩并不能证明你是一个优秀的证券投资券商，短期业绩差也不能排除作为优秀券商的可能性，因为衡量创造业绩能力的时间段太短以至于不能形成有意义的结论。然而，使用另一种经济杠杆“全面收益”则可在价格脱离其预期回报时衡量出你的投资业绩进展。在本章中我们还了解到低换手率如何通过两种简单的方法转化成高利润回报率。换手率低意味着交易成本低。最后，我们不要忽略未实现资本利润的价值。除了被动指数基金战略以外，集中投资战略使你有最大的机会将未兑现的资本利润复合累积成为增值利润。

查理·芒格的结论是：“伯克希尔的机制不是疯狂的机制。应该说伯克希尔－哈撒韦公司正在适应投资的本质，并还它以本来的面目。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第5章
Chapter5

沃伦·巴菲特的投资策略

今天的投资者不会从昨天的增长中获益。

——沃伦·巴菲特

华章经典·金融投资
HUAZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在《沃伦·巴菲特之路》一书中，我通过描述和总结沃伦·巴菲特的投资风格使其他人了解其投资策略并能从中获益。在那本书中我简要地阐明了他的一些最基本的投资工具与原则。通过这些工具，巴菲特对可能购买的股本进行评估。这些基本原则我在此书的第 1 章中进行了总结。

自从《沃伦·巴菲特之路》一书在 1994 年出版以来，这些基本原则并没有改变（巴菲特曾说过，这就是为什么它们被称之为基本原则的原因），但是很多读者都要求对如何应用这些基本原则予以澄清，特别是如何将它们在当今的投资市场上应用。与此同时，持续不断的关于购买成长股还是增值股的争论亦引起我们的重视。此外还有些新的问题出现，如经济附加值（economic value added，EVA）战略和技术所扮演的角色。我们能否使用沃伦·巴菲特的选股策略，并以此为样板来选择技术公司的股票呢？

市场原则：如何评估一家企业

决定一个公司的内在价值（巴菲特决策过程的第一步也是最关键的一步）既是一门科学又是一门艺术。既然是科学，那么就包含了一整套直观的数学公式。

计算一家公司的现行价值，你首先要预测这个企业全部生命周期内的现金流量，然后使用相应的折现比率将整体现金流量进行折现。巴菲特说：“对于任何一家企业，如果我们能够预测到这家企业在未来 100 年内或终止运营这一天企业与企业所有者之间的现金流入、流出量，然后我们按一定的利率进行折现，这就会为我们提供一个企业内在价值的数字。”这个概念是约翰·伯尔·威廉（John Burr William）在他的《投资评估理论》（*The Theory of*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Investment Value）中首先论证出来的。在今天它仍像在 60 年前一样正确。

有些人发现将这个评估过程与评估债券的方式相比较，更容易理解些。他们使用的数学公式都是一样的。不过与现金流不同，债券有利息；与上面的无限期相比，债券有固定的期限，到期必须将投资资本返还给所有者。巴菲特解释说：“估算一家公司的内在价值就好比估算某一个具有一系列利息的债券，这张债券将在 100 年内到期。”“其实企业也具有能够发展成期货的各种利息，只不过这些利息没有写在票据上，所以一切都取决于投资者对企业的利息的预测是多少。”

估计利息的数额实际上是估算两个数字：可能的未来收益以及将未来收益折回到现价的折现率。巴菲特一般使用现行的长期政府债券利率作为折现率。原因是美国政府在今后 30 年内肯定会百分之百付清利息，我们说这是一个无风险折现率。巴菲特解释说：“我们使用这个无风险利率只是想使两个数字相等。”根据巴菲特的观点，长期政府债券利率是衡量一系列不同投资形式的最合适尺度。这些投资形式为：政府债券，公司债券、普通股票、房地产、石油油井及农场。

巴菲特对不确定因素并不调整其折现率。如果某一种投资比另一种更具风险，他保持折现率不变，通过调整购入价来保证安全边际，而不是通过增加折现的方式来对付“资产风险”，而固定资产价格模式要求使用的则是后一种增加折现的方法。巴菲特说：“如果你了解一家企业，如果你对它的未来看得很准，那么很明显你不需要为安全边际留出余地。相反，这家企业越脆弱，你需要为安全边际留出的余地越大。”

在《沃伦·巴菲特之路》中，我们将巴菲特原理与伯克希尔－

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哈撒韦公司持有的普通股相结合并按股本的多少排序，形成供学习之用的案例研究。这些案例中有好几家公司的利息都预计会永久性增长，而且增长收益均超过无风险利率。对这些公司来说，需要使用分两步走的股息折现模式——初期用一种增长率，然后在第二阶段较长的时期里用另一种较低的增长率。

巴菲特在 1988 年购买的可口可乐股票就是例证。在那时政府的长期债券利率是 9%，可口可乐公司的增长率是 15%，用 9% 减去 15% 将会得出一个负数，使得计算没有意义。为了克服这个限制，巴菲特使用了分两步走的折现模式。首先巴菲特假设可口可乐公司的持股收益（将收入加上折旧 / 摊提减去资本支出）至少在 10 年内会高于平均水平，然后将收益降低到平均 5% 的水平。从第 11 年起巴菲特用 9% 的无风险利率减去 5% 的收益增长率，得到 4% 的用于公司未来收益的折现比率。

自从《沃伦·巴菲特之路》一书出版以来，巴菲特被问及的许多问题都涉及股息折现模式的问题，特别是关于巴菲特的假设。有些读者争辩说，可口可乐公司 15% 的增长率一定会超过 10 年，这样一来估算就太过于保守，其他读者则坚持认为预测到 10 年以后的情况太难了，应当仅在未来的 5 年里用 15% 作为收益增长率。

两种争辩都是合理的，但没有一种是完美无缺的。我们还是应当引用巴菲特说的话：“我们宁愿大概正确也不要精确的错误。”我们的问题不在于可口可乐公司是否在今后 5 年、7 年或 10 年里会以 15% 的比率增长，我们的真正目的是要花时间去研究并且计算出公司的内在价值，而不仅仅是依赖于一些捷径（如市盈率、价格与账面价值比率或与市场相关的方法），尽管精确到小数，这些方法对投资的价值也毫无意义。

另一个我经常被问及的与股息折现模式相关的问题是：当无风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险利率为 9% 时，这个模式挺好用，但目前无风险利率仅为 5% 或 6%，又该怎么办呢？当利率为 6% 时，用 6% 的无风险利率扣除残余增长率或股民收益的 5%，还剩下微不足道的 1%，巴菲特这时又该怎样做呢？

巴菲特告诉我们，当处于低利率环境时，他上调折现率，当债券收益率低于 7% 时，巴菲特将折现率调至 10%。如果利率今后逐渐上扬，他的折现率就成功地从长期角度与之相符了。如果利率今后不上扬，他就为他的安全边际增加了额外的 3 个百分点。

财务原则：用还是不用经济附加值

人们对《沃伦·巴菲特之路》中提及的财务原则很少持有异议。没有人会否认一个有吸引力的公司一定是有高额利润额并为其股民产生高现金收益的公司。如果公司的净利润为公司的股本产生高回报，这种魅力还会持续下去。然而，关于经济附加值的方法以及它是否在巴菲特的思想体系中占有一席之地却引起人们的广泛争议。

经济附加值原理的商标权归纽约咨询公司（New York consulting firm）斯特恩·斯图尔特（Stern Stewart）所有。它是一种决定投资收益是否超出资本成本的衡量体系。在过去的几年中，许多公司都已采纳了经济附加值的计算方法，其中包括可口可乐公司、爱利·理力公司（Eli Lilly）和美国电报电话公司（AT&T）。

它的计算方法是先决定公司的资本成本，然后减去公司的净收益。资本成本等于债务成本与权益成本按一定比例相加。债务成本是公司借款应付的利息，按实际利息支出额进行调节。权益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本是由企业的风险决定的，计算方法可依照固定资产价格模式。资本成本的加权平均数公式为：

资本构成中相对权益比例 × 它的成本 + 债务比例 × 它的成本

例如，如果一家公司的资本结构为 60% 的权益和 40% 的债务，如果权益成本为 15%，债务的利息率为 9%，那么公司的资本成本加权平均数为：

$$60\% \times 15\% + 40\% \times 9\% = 12.6\%$$

如果一个公司能够赚回 15% 的资本回报率，而资本成本为 12.6%，我们可以说公司增加了经济附加值。如果它能持续地保持较高比率的资本回报，它的股价市值一般会攀升。相反，如果公司的资本回报率持续几年停留在 10%，它的股价就会下挫。

经济附加值是一根衡量棒，一种特殊的门槛比率。巴菲特使用的是另一种不同的衡量尺度。他通过衡量一个公司增加其市值的能力来决定公司的门槛比率。这个比率至少应与公司的留成收益比率相等。巴菲特认为公司每留成 1 美元的收益，它的市值都会增加 1 美元。

从大体上看，巴菲特的 1 美元留成产生 1 美元市值的理论似乎与斯特恩 · 斯图尔特的经济附加值理论相似，但巴菲特理论在很多细微之处无法与经济附加值完全等同。

首先，经济附加值理论是基于固定资产价格模式之上的。这个模式根据价格的波动来衡量风险。我们已经知道巴菲特的观点是价格波动大的股票风险也更大。其次，由于权益成本总是高于债务成本，在经济附加值模式中，随着债务的相对增加，资本成本实际上反而减少了。经济附加值的支持者们很难说服巴菲特将债务增加说成是件好事，原因是它等于降低了资本成本。巴菲特本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人喜欢无债或几乎无债的公司。

资本成本是商界的最大谜团之一。经济附加值原理仅仅是找出成本的方法之一。巴菲特也许不使用经济附加值的方法来计算资本成本，但这并不意味着他对这个问题弃之不理。所有从巴菲特那里获得资本的子公司都必须向伯克希尔－哈撒韦公司付费。巴菲特承认他不使用复杂的公式，相反，“我们认为向人们收取一笔合理的费用，然后放手让他们去想到底是购买一笔新股还是什么其他股，这种方法更为简便。每次的费用有些差异，取决于我们入市的历史、买入时的利率，但总的来说，我们收取资本的15%的费用。我们发现15%这个数字会引起他们足够的重视，但又不会使门槛太高以至于做不成我们想做的事情。”

巴菲特公司内部的门槛标准是公司总体每年需要以最低15%的比率增长。了解到这点是很重要的，所以15%也是他给自己制订的资本门槛底线。他的要求是，无论什么时候他给下属分公司提供资金，不论这笔资金的用途为何——新研究设施、新设备、新广告宣传，它都必须最终产生至少不低于这个门槛比率的回报。

伯克希尔－哈撒韦公司和经济附加值理论都为资本成本定了价，尽管处理问题的方法有所不同，但双方都寻求相同的最终结果——收益高于资本成本的公司受奖，收益低于资本成本的公司挨罚。正如巴菲特在伯克希尔1995年公司年会上所说的：“我认为这不是一件很复杂的事情，我不需要（经济附加值）告诉我可口可乐公司又升值了。”

管理原则：我们能评估经理吗

沃伦·巴菲特对公司经理的最高夸赞是说此经理无例外地表现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出公司主人翁的精神并想公司之所想。以主人翁姿态出现的经理能够抓住公司的主要目标——增加股东的股值，而且他们趋向于做出理性的决策，从而进一步加强这一目标。但是我们如何才能区分不同的经理从而得知哪些是积极工作来增加股民股值的，而哪些只是耍嘴皮子的？换句话说，我们怎样来衡量管理的价值呢？

沃伦·巴菲特对公司的管理使用三项原则：（1）理智原则；（2）坦白原则；（3）抵制机构的强迫命令原则。由于这三项原则在《沃伦·巴菲特之路》一书中有了详细论述，在此我仅对这三项原则进行简要总结。

如前所述，假若一家公司的资本产生了高额回报，管理者的职责是将这些收益重新投回公司以便使股民受益。然而，如果收益不能以高比率进行再投资，管理者可以有三项选择：（1）忽略这个问题，继续进行低于平均比率的再投资；（2）购买成长股；（3）将钱返还给股民使他们可能有机会将钱投在高比率的其他地方。按巴菲特的观点，只有一种选择是明智的，那就是第三项选择。

当我们评估管理的价值时，位于这个十字路口的决策或许对我们有所启迪。管理层做出的选择对股民来说或者是有价值的，或者是令人失望的，这在年度报告结果编写出台之前就已一目了然。

继理智原则之后是管理的坦白原则。时间一长，任何公司都会出错，有些是大错，有些是微不足道的小错。很多经理趋向于只报喜不报忧，这种经理不在少数。那些鼓足勇气与股民讨论公司失败之处的经理们是值得钦佩的。巴菲特的观点是，勇于承认错误的经理才更有可能改正错误。

如果资金的配置是简单而有逻辑规律的，为什么资金的分配非常不合理呢？如果企业站出来面对错误并由此获得智慧和信誉，为什么年终报告中只报喜不报忧呢？从巴菲特的经验看，答案在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于一种无形的被称之为“机构强迫命令”的力量，一种类似田鼠的企业管理趋势，它模仿别的管理者的行为而不管这种行为有多么不明智。只有独立思考并按理智和逻辑把握航程的经理才有可能在最大程度上为公司谋利，相反“跟随领头羊”的战略未必能为企业带来最大利润。

按照上述三项基本原则衡量管理要比衡量企业的财务业绩难度更大。原因很简单，人比数字要复杂得多。的确，许多分析家都认为由于对人的活动的衡量是模糊不清、难以精确的，我们不可能很有把握地衡量管理的价值，所以这种活动本身就毫无意义。没有小数点就意味着没什么可衡量的。

其他人则认为公司管理的价值是完全可以在公司业绩统计中显示出来的，其中包括销售业绩、边际利润以及资本回报业绩，其他的衡量尺度是多余的。

两种观点都有其正确性、合理性，但两种观点都不足以驳倒原来的假设前题。人们花时间对管理进行评估的原因是，它会对今后的财务业绩给出早期的警告信号。如果你对管理层的所言所为进行仔细观察，你会发现衡量他们工作价值的线索。这种对管理工作的衡量比出现在今后公司财务报告中或报纸金融版中对公司管理的衡量要早得多。找出管理线索需要进行深层的挖掘，而新闻报道则足以改变心理的脆弱和懒惰行为，企业的这种改变就是你的收益。

如果衡量管理的概念仍然含混不清的话，那么巴菲特有几步高招供你参考：

- 审查前几年的年度报告，特别要注意当时管理层对未来战略的说法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 将当时的规划与今天的结果进行比较，看看它们在多大程度上实现了规划？
- 将几年前的战略与今年的战略和观点相比较，看看有哪些观念上的改变？
- 将你感兴趣公司的年度报告与同行业内的其他类似公司的报告相比较。两家完全相仿的公司可能很难找到，但哪怕只是比较一下相关的业绩也会产生真知灼见。

一个集中投资者应该是最适合做管理衡量工作的人。一个购买少数几家公司股票并打算持股几年的人最有机会了解它们的管理状况。跟踪追寻过去几年的年度报告，你会逐渐对公司的管理历史有所感知，你还可以通过媒体了解你所持股的公司。留意管理人员所说的话以及其他人对管理人员的评论文章。如果你注意到公司总裁最近发表了演讲或做了报告，你应从投资关系部门拿到演讲稿并仔细阅读。上网搜寻公司的网站并获取最新的消息。总之，竖起你的触角用你能想到的一切办法了解管理层。重要的一点是，不要忘记评估管理这一前提，因为这项工作很复杂。你的眼睛睁得越大，获取的线索越多，你就越能准确而容易地评估管理。

记住你为什么要评估管理，或许这对你将有所帮助，你了解的点点滴滴的信息最终将影响你的股价，但你要提前了解。如果如巴菲特所说，市场经济（虽然不是永远）是有序的，评估管理就是一项有用的分析工具，它将使你走在市场的前面。

成长与增值：永久的辩题

沃伦·巴菲特的选股策略在过去的 20 年里几乎没有什么改变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他考虑的顺序总是选择公司、公司的管理状况、财务业绩以及现行价格。这一切表面看来都是简单而直截了当的，但在这看似简单的方法背后，巴菲特的方法一直长期处于学术界区分成长投资与增值投资的拉锯战之中。

传统上讲，一个“增值投资者”是寻求购买其潜在价值被大打折扣的股票，它可以从账面价值与实际价值的低比率中反映出来，也可以从市盈率较低及股息收益较高中反映出来，而“成长投资者”则与那些能产生快速增长收益的公司相联手并从中赚钱，而且他们会持续地这样做。

巴菲特说：“多数分析家感到他们必须二者取其一，这是因为他们习惯从思维上将二者对立起来：增值或成长。”的确，许多从事投资的专业人士认为将二者混为一谈是学术上乱穿衣的行为。巴菲特对“增值”和“成长”却持有不同的观点，对此你可能已不感到惊讶。

巴菲特在很多场合都已解释过某种股票的价值是整个投资期内总现金流量减去适当的利息折现。成长只不过是计算过程中的一部分，它附属于现金流动。巴菲特说：“依我的观点，两种方法（增值与成长）最终是相吻合的。”

少言寡语、措辞谨慎的查理·芒格说：“将‘增值’股与‘成长’股严格区分开的整个做法都是无稽之谈，它为那些已退休的基金管理者空谈投资方法并以此收取费用大开方便之门，也为投资顾问的彼此区分大开方便之门，但是就我来说，所有聪明的投资都应是增值投资。”

尽管巴菲特和芒格都极力反对区分“增值投资”和“成长投资”，并认为此举意义不大，整个投资行业却仍对这两种方法津津乐道。如果你采纳“沃伦·巴菲特的投资战略”，你会经常不可避

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

免地面对这样一个问题：你究竟是一个增值投资家，还是一个成长投资家？按照查理·芒格的观点，你最好把自己称做增值投资家，但谨防落入为购买典型的"增值"股而购股的陷阱之中。

成功地把握成长与增值分寸的人是威廉·米勒三世（William Miller III）。他的业绩无疑是骄人的，他又是如何取得这么杰出的投资回报的？这才是对我们所有人都最具有价值的经验。

米勒和莱格·梅森公司的增值信托

1982年，一家以巴尔的摩为基地的中介代理资金管理公司莱格·梅森发行了它的旗舰共同基金——增值信托。1982～1990年，增值信托由恩尼·凯内（Ernie Kiehne）和米勒共同执掌。恩尼·凯内是莱格·梅森公司的前研究主管，而米勒则初出茅庐，聪明过人。

米勒通往资金管理行业的路是不同寻常的。当他的竞争者们正埋头于商学院研究现代资金管理理论时，米勒正在约翰·霍普金斯研究生院（Johns Hopkins Graduate School）学习哲学。当其他受训的资金管理者正在研究马科维茨、夏普和法玛的时候，米勒正通读威廉·詹姆斯（William James）的《实用主义哲学》（*Pragmatism*）以及约翰·杜威（John Deweys）的《实验逻辑文集》（*Essays in Experimental Logic*）。在出任了一段时间的公司财务主管之后，他对公司的运作有了了解。后来米勒落脚于莱格·梅森研究部，并从此开始了与恩尼·凯内共同管理增值信托的工作。

在20世纪80年代，增值信托以两种方式运作。恩尼遵循本·格雷厄姆的方法，购买市盈率低的公司的股票以及对账面价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值大打折扣的股票，而米勒则采取不同的方式。他解释道："我的方法更接近于格雷厄姆所传授的理论以及沃伦·巴菲特多次详细讲到的做法，即任何投资的价值都是未来现金流通总量折合成现价的价值。这个方法的窍门在于估算这个价值并理智地估算资产，然后在它大打折扣之时购进。"

到 20 世纪 90 年代，米勒全面主掌增值信托，并开始将他的方法全面铺开地用于此基金。今后所发生的奇迹是整个 90 年代其他任何一家公司所无法再现的。1991~1998 年的连续 8 年内，增值信托的收益都高于标准普尔 500 综合指数。在 1998 年年底，米勒的杰出业绩为他带来了此行业最令人渴望的荣誉之一，他被《晨星报》命名为"本年度国内最佳资产基金管理经理"。

艾瑞克·萨维兹（Eric Savitz）说："米勒身居高位，着眼未来。从长远的角度看，你可以看到他发挥的神奇效果。"萨维兹曾经为《巴伦》的共同基金版面撰写文章，他是继米勒之后的又一位成功投资家。他记得米勒是一位保持低调的投资家："他对自己并不做大力的宣传。有许多资金管理者迫不及待地出现在有线电视新闻节目中，对自己的成功大吹特吹。尽管如此，他仍是我认识的人中最具股市投资远见的人。"

今天，米勒管理着莱格·梅森资产公司逾 120 亿美元的资产，其中包括增值信托基金的 90 亿美元资产。尽管从严格意义上讲，米勒不是一个集中投资家，但他已经很接近了。他将增值信托经常性地保持在 30~40 种股票之间，其中一半以上的资金仅投在 10 种股票上面。《晨星报》的编辑艾米·阿诺特（Amy Arnott）解释说："米勒的做法与沃伦·巴菲特的做法有很多相似之处。他的确没有太高的周转率。他的资产组合与其他基金相比非常集中。他对公司评估的方法也与巴菲特相似，俩人都把公司现金的流量作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为衡量公司内在价值的标准。”

尽管米勒是一个增值方法的使用者，但他却很少在“增值”风格栏目中露面——这是一个很多金融出版物都使用的快速点评炒作特点的栏目。如果你仔细研究传统的增值方法，包括市盈率、价格与账面值比，你会发现米勒并不能完全被套入这个模式中。他说：“我们要将那些实质廉价股与虚设的廉价股区分开。有很多公司都在买进低值股，即股价低且不具吸引力的股票。我的窍门在于分清哪些是廉价低质股，哪些是廉价优质股。”

米勒对不同公司优劣的分辨能力，加之他持股的长期性，使得增值信托取得了20世纪90年代最佳共同基金之一的地位，但此地位的取得也是有代价的。由于增值信托持有一系列兼具增值和成长特性公司的股票，米勒未能逃脱令人厌恶的关于他是增值派还是成长派的争论。这一点在吉姆·克莱梅（Jim Cramer）的网站（TheStreet.com）上的尖刻报告中一览无余。

克莱梅是这家收费颇高且具有学术性质网站的联合创始人之一。他写了一篇题为“后发制人启示录大错特错了：论共同基金和增值判断”的文章。文中克莱梅公开抨击几家增值基金，因为它们也持有完全符合成长概念定义的股票。引用《投资者商业日报》（*Investor's Business Daily*）上的增值指数图，克莱梅指出，在这个指数图里的好几家增值基金也持有下列公司的大量股票：戴尔计算机公司（Dell Computer）、美国在线公司（American Online）、微软公司（Microsoft）以及朗讯公司（Lucent）。克莱梅写道：“上述这些股票代表的是什么样的荒唐可笑的增值概念……增值？别开玩笑了。”

克莱梅继续写道：“我本不该这么冷嘲热讽，但我认为资金券商们根本没有动脑子想问题。据我所知，共同基金是本行业最名

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不副实的。我认为我们应该制订一项规则：增值这个词不应当被用于拥有如此众多种股票的共同基金公司上。增值在这个世界上已经变成了一个假面具，一个平庸小气的营销战术，它将人们诱入股门，而一般情况下人们是绝不会购买这种令人鼻子出血的股票的。”

米勒对此的回应是一封致 TheStreet.com 网站的信，信中对成长派与增值派论战的实质进行了切中要害的辨析。下面就是稍加改编并经允许发表的评论内容：

吉姆：

我经营的莱格·梅森增值信托基金可能是引发你探讨增值与成长问题的罪魁祸首，原因是我们公司被《投资者商业日报》列入增值指数栏中，并持有戴尔和美国在线的大量股票（我们并未持有朗讯和微软的股票）。

当然，当 1996 年我们以 4 美元的价位买入戴尔并以 6 美元以上的价位卖出，且资本回报率达到 40%的时候，没有人会认为我们是异端邪说者。当我们在 1996 年后半年以每股 15 美元价位买入美国在线的时候，许多人都认为我们是傻瓜。他们认为美国在线由于因特网和微软的出现，或由于经营不善即将垮台。（注意，由于后来的配股，调整后的价格比购入价要低得多，戴尔仅为每股 2 美元，美国在线仅为每股 7.5 美元。）问题仍然是如何估算它们的价值？估算的方法不外乎是在深层次内看它们的市盈率以及价格与账面值比。

解决问题的部分答案还在于总体投资战略。许多基金管理者每年将他们的资本构成来个百分之百的大转换，疯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

狂地追寻那些有利可图的股票。相比之下，我们的11%的周转率是异乎寻常的。找出好的企业，低价吃进，大量持股，长期拥有，这在过去曾是一个理智的投资战略。

在投机市场上，长期持股是极为罕见的，但这正是我们所做的。我们不会因股票上涨或时间的流逝而轻易抛掉好企业的股票。我们没有理由这样做。

一个更好的答案在于，价格和价值是两个完全不同、相互独立的变量。正如巴菲特所指出的那样，在增值与成长之间没有理论上的差异；任何投资的增值都是企业未来现金的流量折成现值的结果。

增值和成长并不能在结合点上完全被切割开，这两个术语主要是被投资咨询家用来划分资金管理者并告知其客户的，它们代表股票的特点但不代表企业的特点。正如查理·芒格所说的，将二者区分开纯属“无稽之谈”。

自从1982年以来，市场对资金管理者的淘汰率高达91%。这对我来说是一个高效的数字，因为现在计算机已不再是稀罕的资源，数据库亦随处可得，基于财务的股票要素分析（市盈率、价格与账面值比、价格与现金流量比等）也可以通过计算机进行查验，但它们并不能导致辉煌的业绩。

各种对股票要素组合的分析表面看起来掌握了必胜的秘诀，但都会很快消失殆尽。超常表现的秘诀绝不存在于任何算法之中。

任何超常发挥的投资组合，在某段时间内能成功是因为具有价格错位的保险性。市场对这个未来数的估计是错的。我们通过比较市场对此公司的估值以及我们自己对公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的估值，用多种要素组合的方法来找出价格错位。

我们首先进行财务方面的计算，然后转向私人市场价格分析，还要进行全部购入杠杆分析以寻求收盘额，当然还要进行现金流量折现模式的计算。

股价的评估是一个充满活力的过程，而不是一个静止不动的过程。当我们首次对美国在线进行估值时，它的交易值在 15 美元上下，我们认为它值 30 美元左右。现在我们估算它的股值在 110~175 美元之间，这种估算是基于保守的现金流量折现基础之上的。如果我们关于长期经济模式的说法是正确的，数字可能会更高。

当我们购买通用汽车（General Motors）或大通（Chase）股时——古老、易懂的绩优股，抑或当我们购买长期的低价股票反斗星（Toys “R” Us）和西部数据（Western Digital）股时，没有人对我们的做法提出异议，因为我们是在它们大规模亏损的期间购买的。问题出在当我们购买戴尔和美国在线时，人们开始反对我们。

人们反对我们最厉害的地方是，我们没有像其他增值商人那样在戴尔股票涨到 8 美元时将它们抛出。从历史上讲，计算机股的交易收益徘徊在 6~12 美元之间，所以当戴尔股的收益超过 12 美元时它就不再是一只增值股了。

看到人们如此头脑简单，只会运用财务方法计算，然后将结果进行线性换算，并基于此进行决策，我们感到有些幸灾乐祸。它比实际估算企业价值应进行的工作要简单得多，同时也能使我们为客户进行更彻底的分析，取得更精确的结果。

我们拥有通用汽车和美国在线的股票，原因是相同的：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场对价格的估计是错的。两家公司都在以低于其潜在内在价值的价格进行交易。

致以良好的祝愿。

米勒

这是一场经典的争论。我想米勒的信会被投资者和学术界人士研究。这封信当然也引起了吉姆·克莱梅的重视。他在 TheStreet.com 网站上是这样回应的。

亲爱的米勒：

哇，这真是令人大开眼界。你的确在做着与众不同的事情。你那直觉般的大规模价格上涨、神奇的选股方略和保持税收低下的需要都使得你不同凡响。我很抱歉将你卷入我的“增值”网站。看来仅仅列出股名和股指图还不足以解开“增值”之谜，我还需要进行更深层次的挖掘工作，你对我来信的回复真是太棒了，我感谢你能抽出时间与我们分享你的看法。啊，对了，还要祝贺你这么快就选择了戴尔和美国在线。

吉姆·克莱梅

1998 年，我带着集中信托共同基金和它的股民们加盟了米勒的莱格·梅森资产管理公司。报界注意到了这个变化，并马上开始询问集中信托将如何与一个拥有大量技术股的新资产管理公司共事。桑卓·沃尔德（Sadra Ward）在《巴伦》上写道：“尽管米勒已经与其他伟大的投资家一样被列入投资名人的神殿之中，但是他与巴菲特不同，米勒是一位对技术深信不疑的人。的确，正是由于他对科技股所下的大赌注，加之他对财务权重算法的重视，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

才使得他取得了超出一般水准的突出业绩。”

当沃伦·巴菲特与米勒在投资策略方面相结合的时候，又会怎么样呢？我们能用沃伦·巴菲特的方法为集中信托公司选择科技股吗？

沃伦·巴菲特的投资策略与科技公司

由于伯克希尔－哈撒韦公司不持有科技股，很多人就认为科技股作为一个整体不能以十足的把握用巴菲特的方法分析，否则巴菲特早就这样做了。

这是不对的。

巴菲特承认他对分析科技公司不在行。在1998年伯克希尔－哈撒韦的年会上，他被问及是否考虑过在未来的某个时候投资于科技公司，他回答说：“这也许很不幸，但答案是不。”

巴菲特继续说：“我很崇拜安迪·格鲁夫和比尔·盖茨，我也希望能通过投资于他们将这种崇拜转化为行动，但当涉及微软和英特尔股票，我不知道10年后世界会是什么样，我不想玩这种别人拥有优势的游戏。我可以用所有的时间思考下一年的科技发展，但不会成为这个国家分析这类企业的行家，第100位、1000位、10000位专家都轮不上我。许多人都会分析科技公司，但我不行。”

这种观点得到查理·芒格的响应。“我们没有涉足高科技企业是因为我们缺乏涉足这个领域的能力。低价科技股的优势在于我们很了解它们，而其他股我们不了解，所以我们宁愿与那些我们了解的公司打交道。我们为什么要在那些我们没有优势而只有劣势的领域进行竞争游戏，而不在我们有明显优势的领域施展本领呢？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在享有平均机会的领域做游戏对一个公司的净值具有负面影响。你愿意将你的终生积蓄押在一个靠运气赌输赢的公司上吗？“每个人必须找出你的长处，然后你必须运用你的优势。”查理说道：“如果你试图在你最差的方面获取成功，我敢肯定，你的事业将会一团糟。”

许多年来，增值投资者错误地躲避着科技股，因为巴菲特在这个领域缺乏动作。他们错误地认为他们无法分析这一新兴领域。现在他们发现他们已被一群才华出众的竞争者远远地甩在曲线的后面。

米勒解释说：“多数增值投资者都依赖历史资料来评估股值，并决定股票适时的价位高低。然而，如果投资者仅用历史资料的方法，他们的评估就依赖于当时的背景情况。”换句话说，历史评估模式只有在未来情况与过去的情况相同的条件下才起作用。米勒说：“增值投资者面临的问题是，在很多方面未来与过去不相同，而且很重要的一点是，这种不同的最主要方面是科技在社会中的角色不同了。”

米勒继续说：“事实上，我认为在很多情况下，科技公司与沃伦·巴菲特的投资样板结合得恰到好处。这个样板模式是一个真正的工具箱，它帮助你磨练你的选股分析能力，从而在众多的潜在的可投资公司中，选出最有可能在长期时间里为你带来高于平均值回报的公司。”

从这个观点出发，我们看到很多科技公司都具有巴菲特最崇尚的经济特点：高利润额，高资本回报率，将利润重新投入高增长企业的能力，以及以股民利益为重的管理方式。我们感到困难的是估算企业的未来现金流量并折现，从而估算出企业的内在价值。

莉萨·拉普阿诺（Lisa Rapuano）是莱格·梅森基金顾问公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的副总裁和技术分析家。莉萨·拉普阿诺解释道："多数人在试图评估科技公司时遇到的问题是未来的远景太不确定，所以你必须设想出好几种结果而不只是一种。这会对长期投资的潜在未来收益产生更大的偏差。然而，如果你对你关心的公司进行一些关键领域的深层挖掘——潜在市场规模、理论概率、竞争地位，你会明白究竟是什么原因产生了不同的远景，这就会降低你的不确定性水平。我们仍会创立现金流量评估模式，但我们经常会使用几种目标评估模式而不是一种。"

拉普阿诺说："而且，科技是未来经济增长的真正驱动力。许多科技公司在市场上是赢家，产生了超出其规模的回报。我们发现多层分析方法得到了回报，我们可以在这类公司中找到比在别的地方多得多的投资回报，尽管连高度不确定因素也考虑在内亦是如此。"

我们已知道沃伦·巴菲特在评估公司时是如何对付风险因素的。他一般要求留有较大的安全边际。这是对付未来不明确的风险公司的最好战略，例如科技公司。另一个好的战略是将对科技公司的购买与一个稳定、高度可靠公司的购买相结合。

巴菲特曾经说过，新一轮财富的获取在于找出新的专利权。米勒说："我想技术公司就相当于巴菲特所提及的现代专利权要素。"在巴菲特的消费品领域里，品牌意识、价格实力、思想交流都是包含在专利权里的要素。在技术领域里，专利要素包括网络效果、正面反馈信息、锁住效应以及攀升的回报。

米勒补充道："我认为很多人都是以一种错误的心态看待科技股的。他们认为科技很难懂，所以也不试图去弄懂它。他们事先就下定了决心。"应当承认，了解技术需要一段学习的过程，但是我认为在这个领域成就一番事业不应当只是那些计算机天才们的特权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当我们刚开始学习巴菲特的专利现金流模式时，我们必须脱离格雷厄姆的低市盈率和折算为账面值的思维模式。我们有很多新术语、新定义要学习，还要以一种新的方式来看待财务报表，理解股息折现模式。学习技术也需要进行同样的观念转变。我们将不得不学习新的词汇、新的经济模式。我们还要用不同的方式分析财务报表，但最终这种学术挑战并不比当初我们脱离传统增值投资方式转向巴菲特的现代投资模式更难。增值投资以仅购买廉价股为特征，而巴菲特的方法则是以低价购买绩优股。

米勒说："这与任何新的东西一样，你必须花费时间去了解它。"米勒指出，巴菲特和彼得·林奇（Peter Lynch）都曾说过学习不过是注意观察你周围发生的事情。"的确，人们仍在购买可口可乐、吉列刀片，仍在使用美国运通卡，但他们也使用美国在线、微软软件并购买戴尔计算机，这是无处不在的现象。"

再论证券分析

每周一次，哥伦比亚大学商学院的工商管理研究生们都要涌入尤利斯礼堂参加历时3小时的证券分析课程。70年前本·格雷厄姆曾在这里教书。今天，此门课是由迈克尔·莫布森教授（Michael Mauboussin）来讲授的。莫布森教授不授课时，他把时间花在瑞士信贷波士顿第一银行（Crédit Suisse First Boston）上，对他的同事以及客户进行帮助、指导。

莫布森教授说："每年，当我第一次站在同学们面前授课时，我都会感到喉头哽咽，激动无比。一想到这是本杰明·格雷厄姆开创的传统课程，并培养出包括沃伦·巴菲特这样的学生，都会有一种自愧不如的羞愧感和强烈的责任感。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

莫布森的讲座包括三个主要概念。他说：首先，我强调投资领域的跨学科方法。本·格雷厄姆就是一个善于将其他学科的知识运用于他的传授体系之中的人。我也试图这样做。我不仅研读金融书籍，也研究其他的模式，并设法将它们应用于投资。其次，我试图了解心理学在投资中的作用。本·格雷厄姆的“市场先生”是一个著名的概念，直到今天仍然有效。投资是一项社会活动，在此过程中，心理发挥着重要作用，知道这点是很重要的。最后，我们用大量篇幅讲授“安全边际”的概念，既包括本·格雷厄姆的理论，也包括这个概念在概率计算表中是如何验证的。

回顾过去70年的历史，投资世界所发生的变化真是令人惊叹，但最基本的原则却没有改变。成功的关键仍是要购买由有才干的经理掌管的低价绩优股，但由于企业和经济都已发展得面目全非了，这就需要我们的投资者也扩展我们的思维模式以跟上不断变化的世界步伐。

我问莫布森教授对于那些准备涉足金融界的年轻人来说，他可以提出哪些忠告。“我首先要告诉他们，他们要了解经济模式，其中不仅仅包括财务数字、财务报表，还包括企业的运作和竞争者之间的关系。其次，他们必须了解人在投资过程中的作用和限制。最后，我要他们努力工作，但不能过度努力。”

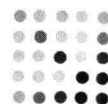
莫布森解释说：“努力工作意味着你的脑子一直在转动着，尽可能地多读金融领域及其他领域的书籍，建立并巩固获得成功的思维模式。我说不能过度努力的意思是，人们普遍有一种将一分耕耘与一分收获等同起来的趋势。在资金管理行业，有时结果却不是这样。事实往往是，那些只做几个数量不多的决策的人最终的结果却比那些以忙碌为名做出很多决定的人要好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得多。”

如果今天本·格雷厄姆还活着的话，他一定会赞同此说法的。他会对他的“证券分析”的传统课程得以延续感到极大的欣慰。多年以来，一代又一代的杰出教授都教授了此课程，更多才华出众的学生卓有成效地将这一理论应用到了他们赖以生活和工作的世界中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第6章
Chapter6

证券投资中的数学问题

我们试图像费马和帕斯卡那样思维，但他们从未听说过现代投资理论。

——查理·芒格

华章经典·金融投资
HUAZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在沃伦·巴菲特还是一个孩童的时候就已经对数字颇为着迷，我们已经知道他年纪轻轻就已进行普通股投资，但沃伦与数字的关系之深之广，且大大超出资产负债表和利润表的范围却是鲜为人知的。当他没有在思考股市时，年轻的巴菲特总是在着手解决数学难题。曾有一次他决定计算教堂赞美诗的作曲者是否比常人活得更长。他的结论是，具有音乐天赋的人不一定比正常人有更高的长寿概率。

今天巴菲特被数字包围了，而且包围他的不仅仅是股市数字。伯克希尔的保险业务是所有业务中最具数学挑战的业务，也是统计学和概率论中必讲的一课，当巴菲特在没有想他的保险业务或证券业务时，他在思考他的最大业余爱好——桥牌。巴菲特自大学时代起就热衷于打桥牌，现在仍每周打几个小时。如果他不能与人面对面地打牌，他就会在网上与各地的桥牌爱好者切磋牌艺。

巴菲特认为，桥牌游戏与股市投资有许多共同点。他解释说：“他们都是有百万种推论的游戏。你有许多赖以推论的依据——已打出的和未打出的牌。所有这些推论都会告诉你概率发生的可能性，它是对智力最好的锻炼。每隔 10 分钟，局势都会发生变化。桥牌是关于盈亏权重的比率问题。”巴菲特说：“你每时每刻都在进行计算。”

每一个与巴菲特打过交道的人都会告诉你巴菲特具有超凡的快速计算能力。伯克希尔 - 哈撒希公司长时期的股民、纽约券商克里斯·斯塔夫罗（Chris Stavrou）回忆起他第一次与巴菲特约见的情景。

“我问他是否曾使用过计算器。”巴菲特回答说：“我从未有过计算器，也不知怎样使用它。”

斯塔夫罗紧追不舍地问：“那么你如何进行繁杂的计算呢？难道你有天赋吗？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特说："没有，没有，我只是与数字打交道的时间太长了，我有些数字的感觉而已。"

"你能否为我示范一下？比如 99 × 99 得多少？"

巴菲特立刻回答："9801。"

斯坦夫罗问巴菲特是如何知道的。巴菲特回答说他阅读了费因曼的自传。

理查德·费因曼（Richard Feynman）是诺贝尔物理学奖项得主，也是美国原子弹研究项目的成员，在他的题名为《费因曼先生，你不是在开玩笑吧！》这部自传体书中，他介绍了如何在脑中计算复杂数学的方法。由此我们得出结论：沃伦·巴菲特要么记住了他阅读的所有资料，要么他能在脑中做神速计算。

斯塔夫罗又追问了另一个问题："如果一幅油画的价格在 100 年内从 250 美元涨到 5000 万美元，年收益率是多少？"几乎又是在同一时间，巴菲特回答道："13%。"斯塔夫罗惊讶地问道："你又是怎么做到的呢？"

巴菲特回答说任何复利表都会显示出答案。（由此我们是否可以推理他是一个活利率表？可能是吧。）巴菲特说还有另一个计算这个问题的方法"就是通过它加倍的次数来计算（250 美元加倍 17.6 次就得出 5000 万美元，每隔 5.7 年就加倍一次，或者说每年增长 13%）。"他好像在说，这还不简单。

尽管巴菲特很谦虚，但他显然是有数学天赋的。基于这个原因，很多怀疑家们声称巴菲特的投资战略之所以有效是因为他有这个能力，而对那些没有这种数学能力的人，这个战略就无效。巴菲特和查理·芒格说这是不对的。实施巴菲特的投资战略并不需要投资者学习高深的数学。在一次由《杰出投资家文摘》报道的，在南加州大学所做的演讲中，芒格解释道："这是简单的代数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题，学起来并不难，难的是在你的日常生活中几乎每天都应用它。费马 / 帕斯卡定理与世界的运转方式是完全协调的，它是基本的事实，所以我们必须掌握这一技巧。”

概率论

如果我们说证券市场是一个无定律的世界，那么此话就过于简单了。在股票的世界里，有几百种甚至上千种力量在联合左右着价格，所有这些价格都在不停地运动，每只股票都可能产生巨大的影响力，但又没有一只股票可以被肯定地预测。投资者的职责就是缩小范围，找出并排除那些最不了解的股票，将注意力集中在最知情的股票上。这就是对概率论的应用。

当我们对某一局面不太肯定但仍想表达看法时，我们经常在我们的言语里用上“可能性是”，或者“可能”，或者“不太可能”。当我们再往前走一步并试图用数字来表达综合观点时，我们就在与概率论打交道了。概率论是不确定性的数学语言。

一只猫生一只鸟的概率有多大？零。明天太阳升起的概率有多大？由于这个事件几乎是肯定发生的，概率为 1。任何事件的发生既非肯定又非不可能时的概率为 0~1 之间。决定 0~1 之间的这个小数就是概率论所探讨的全部问题。

1654 年，布莱斯·帕斯卡（Blaise Pascal）和皮埃尔·费马（Pierre de Fermat）俩人互通了一系列信件，信上的内容就构成了当今概率论理论的基础。帕斯卡是一个具有数学和哲学天赋的神童。他受到哲学家兼赌徒舍瓦利埃·德梅瑞（Chevalier deMere）的挑战，要他解决一个令许多数学家百思不得其解的谜题。德梅瑞想知道如果两位玩牌者不得不在本局牌结束前离开牌桌，他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的赌注应该怎样划分。帕斯卡针对德梅瑞的挑战找到了当时凭借自己的实力获取“数学奇才”称号的费马。

彼得·伯恩斯坦在他那篇题为“对抗上帝”的关于风险的优秀论文中写道：“帕斯卡和费马在1654年针对德梅瑞的挑战而来往的信函，开创了数学历史和概率论历史的一个新纪元。”尽管俩人着手解决问题的方法有所不同（费马使用的是代数方法，而帕斯卡转向几何的方法），但是他们建立了决定几种不同结果的概率论的体系。的确，帕斯卡的数学三角形解决了许多问题，包括你最喜欢的棒球队在已输一场的情况下获得世界系列循环赛胜利的概率有多大的问题。

帕斯卡与费马的工作开辟了决策理论的先河。决策理论是在对未来会发生的事情不肯定的情况下做出决策方案的过程。伯恩斯坦写道：“做出决策是风险管理的首要一步也是必要的一步。”尽管帕斯卡和费马都为发展概率论立下了汗马功劳，但另一位数学家托马斯·贝叶斯（Thomas Bayes）所写的文章为将他俩的理论付诸实践奠定了基础。

贝叶斯1701年出生于英国，比费马晚了整整100年，比帕斯卡晚了78年，他的一生并不辉煌。作为一名皇家协会的会员，他生前在数学领域并未发表任何文章。在他死后，他的论文《如何解决随机原理中某一问题的论述》发表了。当时，没有引起人们的重视。然而，据彼得·伯恩斯坦说，贝叶斯的论述“是一篇极具创新思想的作品，它使贝叶斯在统计学、经济学和社会学中占有不朽的地位。”他为投资者使用概率论的数学理论铺平了道路。

贝叶斯定理教给我们一种逻辑分析方法，即为什么在众多可能性中只有某一种结果会发生。从概念上讲这是一种简单的步骤。我们首先基于所掌握的证据为每一种结果分配一个概率，当更多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的证据出现时，我们对原有的概率进行调整以反映新的信息。

贝叶斯定理为我们提供了不断更新原有假设的数学程序（这源于贝叶斯所称的先验信息分布），以便产生一个后续信息分布图。换句话说，先验概率与新的信息相结合就产生了后续概率，从而改变了我们相对的概率机遇。

这一切是如何操作的呢?

假设你和你的朋友在某个下午正在玩你们最喜欢的掷骰子跳棋游戏，你们一边玩一边聊着，棋局已接近尾声。这时你朋友说的什么话触动了你想打赌的愿望，但只是友好性的赌注。在掷骰子跳棋游戏中，掷一次骰子直接获得 6 这一面的机会是 1/6，即 16% 的概率，但这时假设你朋友投了骰子，但很快用手将骰子盖住并偷偷看了一眼说：“我可以告诉你，这是一个双数。”有了这条信息，你赌赢的机会就变成了 1/3，即 33% 的概率。正当你在考虑是否改变赌注的时候，你的朋友又开玩笑地说：“这个数不是 4。”有了这条信息你赌赢的机会再次改变，变成了 1/2，即 50% 的概率。

在这种简单的关系中，你已经实施了贝叶斯的分析方法。每一条新信息都会影响你原来的概率假设，这就是贝叶斯推理。

贝叶斯分析法试图将所有可得信息都融入推理或决策过程中，从而对潜在本质情况进行判断。学院使用贝叶斯定理帮助学生研究决策。在大学课堂里，贝叶斯定理被广泛地称之为决策三段论。三段论中的每一个分支都代表新的信息，这些信息反过来会改变决策中的力量对比关系。查理·芒格说：“在哈佛商学院，将第 1 年的学生捆绑在一起的数学课程就是被称做决策三段论的课程，他们所做的事情就是将高中所学的代数知识应用到现实问题中去。学生非常喜欢这门课，他们惊奇地发现高中代数在生活中发挥着功效。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对概率的主观判断

正如查理所指出的，基础代数在计算概率时非常有用，但要把概率理论应用到实际投资当中去，还需要对数字计算的方法有更深刻的理解，特别是要注意频数这一概念。

掷硬币猜中头像一面的概率为1/2，这意味着什么呢？或者说掷骰子单数出现的概率为1/2，这又是什么意思呢？如果一个盒子里装有70个绿色大理石球，30个蓝色大理石球，为什么蓝色大理石球被捡出的概率为3/10？上面所有的例子在概率发生事件中均被称为频率分析，它是基于平均数的法则。

如果一件不确定的事件被重复无数次，事件发生的频数就会被反映在概率中。例如，如果我们掷硬币10万次，预计出现的头像次数是5万次。注意我没有使用它将等于5万次。按无限量大的原理只有当这个行为被重复无数次时，它的相对频数与概率才趋向于相等。从理论上讲，我们知道投掷硬币得到“头像”这一面的机会是1/2，但我们永远不能说两面出现的机会相等，除非硬币被掷无数次。

在我们解决任何不确定因素的问题时，很明显我们永远都不能给出绝对肯定的答案，但是如果这个问题界定得当，我们应该能够列出所有可能发生的结果。如果这个不确定事件被反复重复，这些结果的频数应该能反映出不同结果的概率。但是当我们考虑的是只发生一次的事件时，问题就来了。

我们怎样预测明天考试通过的概率？或者是绿湾派克队重新夺取超级碗橄榄球冠军的概率？我们面临的问题是，这些事件都是独一无二的。我们可以回顾绿湾队比赛的整体配队阵形，但我们还是没有准确的每个球员重复配合在相似条件下打球的一一对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应资料。我们可以回顾过去考试的情况从而了解学生考试的状况，但每次考试的情况是不同的，对他们的了解也是不连贯的。

没有重复性的试验就无法产生频数分布，那么我们怎么来计算概率呢？我们没有办法计算，相反只能依赖对概率的主观判断，而且我们经常这样做。我们可以说派克队夺取大奖赛冠军的机会是 2 ∶ 1，或者学生通过那个难度很大的考试的机会是 10 ∶ 1。这些是大概性的陈述，它们描述了事情可能发生的“可信度”。当某一事件不可能被重复多次以得出基于频数的概率判断时，我们只能依赖自己的感觉了。

你可能马上就意识到对上述两类事件的主观判断可能都是错误的。在主观概率中，一切都取决于你如何分析你的假设。你先停下来将局面全面想清楚。你得出 10 ∶ 1 的考试通过率的假设是因为考题太难，学生没有充分复习还是因为过分的谦虚？你对派克队的一贯忠诚和信赖是否遮住了你的双眼使你对其他球队的力量视而不见？按照教科书里所传授的贝叶斯分析法，如果你的假设分析是理智的，那么将你的主观概率与频数概率等同起来是“完全可以接受的”。你所要做的工作就是筛除不理智、不符合逻辑的假设而保留理智的假设。如果你认为主观概率方法充其量不过是频数概率方法的延伸，这对你是很有帮助的。事实上，在很多情况下主观概率是有增值作用的，因为这种方法允许你将可操作性考虑在决策中，而不仅仅是依赖长期的统计数据规律。

不管投资者自己是否意识到了，几乎所有的投资决策都是概率的应用。为了成功地应用概率原理，关键的一步是要将历史数据与最近可得的数据相结合，这就是行动中的贝叶斯分析法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具有巴菲特风格的概率论

“用亏损概率乘以可能亏损的数量，再用收益概率乘以可能收益的数量，最后用后者减去前者，这就是我们一直试图做的方法。”巴菲特说，“这个算法并不完美，但事情就这么简单。”

澄清投资与概率论之间联系的一个有用例证是风险套利的做法。根据《杰出投资家文摘》的报道，巴菲特对风险套利的看法与斯坦福商学院的学生的看法是一致的。巴菲特解释道：“我已经做了 40 年风险套利，我的老板本·格雷厄姆在我之前也做了 30 年。”所谓风险套利，从纯粹意义上讲，不过是从两地不同市场所报的证券差价中套利的做法。例如，不同种商品和货币在全世界不同的市场上报价，如果两地市场对同种商品报价不同，你可以在这个市场上买入，在另一个市场上卖出并将差价归己所有。

风险套利已成为目前金融领域普遍采用的做法，它也包括对已宣布购并的企业进行套利（有些投机家对未宣布的企业购并也采用套利的做法，但这里巴菲特说“我的职责是分析这些（已宣布并购）事件实际发生的概率，并计算损益比率”。

让我们先来看看下面这个例子，然后再继续聆听巴菲特的教诲。假设阿伯特公司（Abbott Company）今天的开盘价为每股 18 美元。在上午过半的时候，它宣布今年的某个时候——可能在 6 个月内，它将以每股 30 美元的价格卖给科斯特洛公司（Costello Company）。阿伯特公司的股价马上抬至每股 27 美元，并在这个价位上走稳徘徊。

巴菲特看到了宣布合并的消息并且必须做出决断。首先他试图分析消息的确定性。有些企业合并的买卖并未能最终实现。董事会可能会出人意料地拒绝合并，或者美国联邦贸易委员会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Federal Trade Commission）也发出反对的声音。没有人能够十分有把握地说这笔风险套利交易将最终实现。这就是风险所在。

巴菲特的决策过程就是运用主观概率的方法。他说："如果我认为这个事件有 90% 的可能性发生，它的上扬幅度就是 3 美元，同时它就有 10% 的可能性不发生，它下挫的幅度是 9 美元。用预期收益的 2.7 美元减去预期亏损的 0.9 美元就得出 1.8 美元（$3\times90\%-9\times10\%=1.8$）的数学预期收益。"

下一步，巴菲特请你必须考虑时间跨度，并将这笔投资的收益与其他可行的投资回报相比较。如果你以每股 27 美元的价格购买阿伯特公司，按照巴菲特的计算，潜在收益率为 6.6%（1.8 美元除以 27 美元）。如果交易有望在 6 个月内实现，那么投资的年收益率就是 13.2%。巴菲特将以这个风险套利收益率与其他风险投资收益进行比较。

风险套利交易是具有亏损风险的。"我们愿意在某些交易中亏本，比如风险套汇，但是当一系列类型相似但彼此独立的事件有亏本预期概率时，我们是不情愿进入这类交易的。"巴菲特坦言道，"我们希望进入那些概率计算准确性高的交易。"

我们可以清楚地看出巴菲特对风险套利预测采用的主观概率法。在风险套利中没有频数分布，每笔交易都是不同的，每次情况都要求不同的预测判断。即便如此，使用一些数学运算对风险套利交易的运作还是大有益处的。

对风险套利的决策过程与普通股票投资的决策过程并无异处。为了说明普通股的决策过程，让我们来看看伯克希尔－哈撒韦公司对两只经典普通股票的购入——富国银行（WellsFargo）和可口可乐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资于富国银行和可口可乐公司

1990 年 10 月，伯克希尔－哈撒韦公司购买了 500 万股富国银行的股票，共投资 2.87 亿美元，每股的平均价格为 57.88 美元。这笔交易使伯克希尔成为这家银行的最大股东，拥有已发行股票的 10%。

公司的这一举动是颇具争议的。在年初的时候，股价曾攀升至 86 美元，尔后随着投资者的大批抛盘，这家加利福尼亚银行的股票急剧下跌。适时西海岸正处于严峻的经济衰退的痛苦之中，有些人预测由于银行的贷款资金都被住宅抵押所充斥，故一定困难重重。富国银行是加利福尼亚地区银行中拥有最多商业不动产的银行，它被认为最不堪一击。

巴菲特对上述情况了如指掌，但是他对富国银行得出了不同的结论。他是否比其他投资专业人士掌握更多的情况？非也，他只是对局势的分析有所不同。让我们与他共同回顾他的思维过程以便使我们对巴菲特如何应用概率论有一个清楚的例证。

首先，巴菲特对银行业的业务非常了解。伯克希尔曾在 1969~1979 年间拥有伊利诺伊国家银行和信托公司（Illinois National Bank and Trust Company）。在那段时期里，伊利诺伊国家银行的总裁吉尼·阿贝格（Gene Abegg）教会了巴菲特一个道理：一家妥善经营的银行不仅可以使它的收益有所增长，而且还可以得到可观的资产回报。更重要的一点是，巴菲特了解到一家银行的长期价值取决于它的管理层的行动。糟糕的管理者不但会使银行的运营成本增加而且还会贷错款，而优秀的管理者总是在寻求降低成本的方式，而且他们很少做有风险的贷款。

富国银行当时的总裁是卡尔·理查特（Carl Reic hardt）。他从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1983 年开始经营这家银行，成绩显著。在他的领导下，银行的收益增长率以及资产回报率均高于平均值，而且他们的运营效率是全国最高的。理查特还建立起坚实的放款业务。

巴菲特说："拥有一家银行绝非是无风险的。"但是在他的头脑中，拥有富国银行的风险主要围绕以下三方面的可能性。

加利福尼亚的银行面临大地震的具体风险。这一风险可能完全摧毁借款者，进而摧毁贷款给它们的银行。

第二种风险是全局性的——发生企业萎缩或者金融恐慌的可能性，这种恐慌是如此之强烈以至于殃及所有高度借贷的机构，不论这家机构的经营如何也不能幸免。

目前市场的主要恐惧在于，由于建设过度，西海岸的不动产价值会下跌，并将这个损失转嫁给融资给它们的银行。

巴菲特说，目前上述场景哪一种都不可能被排除在外。然而他得出结论说，基于最好的证据，发生地震和金融恐慌的概率都极低。（巴菲特没有给出具体数据，但低概率可能是低于 10% 的概率。）

然后他将注意力转向第三种场景的概率。他分析认为，不动产价值的下跌不应对妥善经营的富国银行产生太大的问题。巴菲特解释说："考虑一下具体数字吧。富国银行目前税前的年收益在扣除贷款损失的 3 亿美元之后，仍超过 10 亿美元。如果银行全部 480 亿美元贷款的 10%——不只是不动产贷款，遭受像 1991 年那样的重创，而且产生损失（包括前期利息损失），平均损失量为本金的 30%，公司仍能保本不亏。"然而要知道，银行放贷业务的 10% 遭受损失就等于企业遭受了严重的经济萎缩，这种情况已被巴菲特排在低概率一档之中了，但是，即使这种事情真的发生了，银行仍能保本。巴菲特继续说："如此糟糕的一个结局——我们认为发生的概率很低，似乎不可能，也不会使我们沮丧。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在巴菲特脑中罗列出的这几种场景，哪一种对富国银行产生长久重大损失的概率都很低。尽管如此，市场仍将富国银行的股价打压了 50%。在巴菲特的头脑中，购买富国银行的股票赚钱的机会是 2 ∶ 1，相对犯错误的可能性只会减少不会增加。

尽管巴菲特对其概率判断没有给出具体数字，但这并不能减弱他思考过程的价值。用概率来思考，不管是主观概率还是客观概率，都使你对所要购入的股票进行清醒和理智的思索。巴菲特对富国银行的理性思考使得他能够采取行动并从中获利，而其他人的思维则欠清晰。巴菲特说：“请记住，如果你用概率权重来衡量你的收益，而用比较权重来衡量你的亏损，并由此相信你的收益大大超过你的亏损，那么你可能刻意地进行了一桩风险投资。”

可口可乐股票的购入则是另一回事。如果富国银行的购入让我们看到巴菲特是如何亮出各种情况并对它们逐一进行概率判断的，可口可乐交易则让我们看到，当他认为概率是百分之百肯定时，他是如何做的。在可口可乐实例中，我们看到巴菲特是如何实施他的指导原则之一的：当成功的概率非常高时，押大赌注。

巴菲特在购入可口可乐股票时，并未使用贝叶斯分析法。相反，他经常说可口可乐代表着几乎肯定的成功概率。因为可口可乐有着 100 多年的投资业绩数据可查，这些数据构成了一幅频数分布图。运用贝叶斯分析程序加上后续信息，巴菲特了解到以郭思达（Roberto Goizueta）为首的管理层所做的事情与前面有所不同。郭思达正在卖掉营业业绩欠佳的企业，并将收入所得重新投向业绩良好的糖浆企业。巴菲特知道可口可乐的财政收益将会好转。不仅如此，郭思达还在买回可口可乐的股票，从而进一步增加了企业的经济价值。

自 1988 年起巴菲特就注意到，市场上对可口可乐的定价比其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际的内在价值低了 50%~70%。与此同时，他对公司的信念从未改变过：他坚信可口可乐股击败市场收益率的概率正在不断地上升、上升、再上升。那么巴菲特是怎么做的呢？在 1988~1998 年间伯克希尔－哈撒韦公司总共购买了可口可乐公司 10 亿美元的股票，占据了伯克希尔证券投资总值的 30% 以上。到 1998 年底这笔投资价值 130 亿美元。

凯利优化模式

每次踏入赌场，你成为赢家踏出赌场的概率都极低。对此你不用感到惊讶，我们都知道庄家有最佳的机会，但是有一种游戏，如果玩法正确可以给你合理的机会打败庄家——21 点。在一本全球畅销书《打败庄家：21 点游戏的获胜战略》（*Beat the Dealer: A Winning Strategy for the Game of Twenty-one*）中，爱德华·桑波（Adward O. Thorp），一位训练有素的数学家列举了智胜赌场的程序。

桑波的战略是基于一个很简单的概念。当一副牌里有很多 10、大于 10 的头像牌及 A 时，玩家（也就是你）就占有打败庄家的统计优势。如果你给高分值牌分配 −1，低分值牌分配 +1，你很容易对所发出的牌进行跟踪；你只需保持在脑中计数，每出现一张牌，就增加一分或减去一分。当你数的数转成正数时，你知道有更多的高分值牌即将出现。聪明的玩家将他们的最大赌注押在牌点数达到相对较高的数值上。

深藏于桑波书中的原理是对凯利赌博模式的引用，而凯利赌博模式的灵感则源于克劳德·香农（Claude Shannon）——信息理论的创始人。

克劳德·香农是 20 世纪 40 年代贝尔实验室的一位数学家，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工作的多半时间花费在试图找到一种最理想的通过铜线来传输信息的方法，而此信息又不会受到不规则分子噪音的干扰。1948 年在一篇题为《通信的数学原理》的文章中，他描述了他的发现。文章给出了如何将最大量的信息通过铜制电线传输的数学公式，公式考虑到信息传输的成功概率。

几年后，另一位数学家凯利（J. L. Kelly）读了这篇文章，发现它的数学公式完全可以被用在赌博上。这是人类了解成功概率的又一努力尝试。1956 年凯利发表了《对信息率的新理解》一文。文中他指出，香农的各种信息传送率与机会成功率实际上是一回事——都是概率问题，同样的公式可以用来优化二者。

凯利优化模式也可称为优化增长战略，它的原理是如果你知道成功的概率，你就将你资金的一部分押上从而优化你的增长率。它的公式可表达为：

$$2p-1=X$$

你应押上的资金的百分比（X）等于 2 倍的获胜概率减去 1。例如，如果你打败庄家的概率为 55%，你应该押上你资金的 10% 来获取你赢局的最大增长。如果打败庄家的概率为 70%，你就押上 40% 的资金。如果你知道获胜的机会为 100%，凯利模式就会告诉你押上你赌资的 100%。

凯利模式达到最优化有两个标准：（1）用最短的时间达到获胜的水平；（2）取得最大的财富增长。例如两个 21 点玩家，每个都有 1000 美元的赌资并将玩 24 个小时。第一位玩家受限制每手发牌只能下注 1 美元。第二位玩家则可依照牌的有利与不利改变赌注。如果第二位玩家使用凯利模式，每次下赌的比例都反映获胜的概率，那么在 24 小时结束时，第二位玩家有很大的可能性打败

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一位玩家。

股市的情况比起21点来当然是更加风云变幻。21点游戏仅有有限的牌数和有限的概率结果，而股市则拥有成百种普通股，更有成百万的投资者，它的结果也几乎是不计其数。使用凯利模式就要不断地在投资决策过程中进行调整和计算。然而凯利模式中的主要概念：将投资规模与概率成功率通过数学挂钩，对集中投资者具有重大意义。

让我们还是借用上述两个赌家赌24小时这个例子。这次不赌21点，他们改在股市上进行投资。第一位投资者限制每次只能投资他资金的1%，第二位投资者则允许根据其观察的成功概率来改变投资比例。哪位投资者在固定的期限内更有可能取得最大程度的资金增长呢？是这位明知每笔股票权重机会都不等但仍在每笔交易上都押1%的投资者呢，还是那位等待高概率机会的出现然后押大赌注的集中投资者呢？

巴菲特在分配伯克希尔的投资资金时是否应用了凯利优化模式我们无据可查，但是凯利的概念是一个理智的思维过程。从我的角度看，它明白无误地反映出巴菲特的思维过程。巴菲特曾敬告投资者要耐心等待，直到最佳机会出现，然后押大赌注。在任何情况下我都发现凯利模式作为一个数学解释是非常有用的，它有助于人们更好地理解证券资金的分配过程。

我相信凯利模式对集中投资者是一种有魅力的工具，但是只有那些使用得当、反应灵敏的人才会从中受益。采用凯利模式是有风险的，所以了解它的三项制约不失为明智之举。

第一，任何投资者，不管是否使用凯利模式，都必须放眼进行长线投资。即使21点的玩家已掌握了打败庄家的模式，成功也未必能在前几副牌中显现出来。对投资也是同一道理。有多少次投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者已选对了投资的公司，但市场对选对的公司在最终奖励的时间上却显得不紧不慢，悠闲自得。

第二，对使用借贷投资一定要谨慎。借贷股市投资的危险性（证券交易的顾客保证金账户）已被本·格雷厄姆和巴菲特大肆宣传过了。如果你在顾客保证金账户上使用凯利模式，股市的下跌可能迫使你放弃你的高概率赌注。

第三，在玩高概率游戏时的最大危险在于下赌过高的风险。如果你判断某事件的成功概率为70%而实际上它的成功概率仅为55%，你冒着“赌徒灭顶之灾”的风险。减小这种风险的方法是保守下注，将凯利模式中的赌注减半或部分使用。这增加了你赌注的安全性，而且提供了真实的心理舒适度。例如，如果凯利模式告诉你用你资金的10%下注（表明成功概率为55%），你可以选择投资5%（凯利赌注减半模式），而凯利赌注百分比模式则为证券投资管理提供了安全边际。这种投资比率的安全边际加上选股的安全边际一起为投资提供了双层保护。

由于押注过度的风险大大超过了保守下注的惩罚，所以对于投资者，特别是刚刚涉足集中投资战略的投资者，应该使用凯利赌注百分比模式。不幸的是，减小你的赌注也减少了你潜在的收益。由于在凯利模式中赌注与收益的关系呈抛物线状，故保守下注所受到的惩罚并不严厉。在凯利赌注减半模式中，赌注减了50%，潜在的收益仅减少25%。

现在是做小结的时候了。

- 为了从凯利优化模式中获益，你首先必须愿意从概率的角度来思考股票的买入。
- 你必须愿意进行长期投资以获取回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 你必须避免借贷投资，因为它有不幸的结局。
- 你每下一次赌注都要保留一定的安全边际。

爱德华·桑波说："凯利优化系统是为那些希望自己的资本翻倍增长，并看着它在一段较长的时间里增长的人而设置的。如果你有足够的时间和耐心，那么它会为你发挥功效。"

保险与投资一样

巴菲特说："保险与投资很相似。如果你认为你每天都要投资，那么你将会犯很多的错误。"成功的投资或成功的承保"都要等待肥得流油的机会出现"。

沃伦·巴菲特进入保险业务的时间是1967年，即伯克希尔－哈撒韦购入国立赔偿公司（National Indemnity Company）的那年。从那以后，巴菲特先后购入了几家保险公司，其中包括政府就业保险公司以及近期的通用再保险公司（General ReCorporation）。政府就业保险公司是一家汽车保险的直接承保商。由于公司直接将保险卖给客户，绕过中间代理商，故政府就业保险公司已成为低成本保险的供应商，目前拥有占据1000亿美元的汽车保险市场业务的很大一部分份额的实力。通用再保险公司1998年完成160亿美元的兼并，使伯克希尔－哈撒韦公司成为全球范围内最大的超级灾难再保险商。

超级灾难的保单由各大主要保险公司购买用于保护自己免受自然灾害，如飓风或地震引起的金融损害。一般来说主承保人会选择在某一档次上承保某单一灾害事件的发生，然后通过另一承保人对此进行高门槛的再保。伯克希尔－哈撒韦公司不仅为这些超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

级灾难的主承保人提供保险，而且也为防范最可怕事情发生的保险公司提供再保险业务。

为超级灾难保险定价是一件很棘手的业务，因为频数分布和精确的数据都不可得（飓风和地震发生的次数都不足以建立可靠的统计数据；相反，汽车保险可以依赖大量数据的法则）。巴菲特说："灾难承保商不能仅凭过去的经验推断。例如，如果'全球变暖'真的发生，灾难发生的概率就会改变，因为气象条件的每一丝细微变化都会对天气情况产生巨大影响。"巴菲特继续说："而且，最近几年，人口的剧增使海岸保险的价值剧增。沿海地区是最易受袭击的地区，而飓风又是超级灾难的罪魁祸首。20年前，由飓风引起的赔偿金额现在很容易成为价值10倍的赔偿。"

由于很难预测地震或飓风的爆发时间，你可能会假定这些事件的预计概率完全是一场掷骰子游戏，但并非如此。巴菲特说："即便分析风险达不到十分的准确，我们还是可以明智地低线承保。毕竟，你无需知道一位老人的实际年龄就可知道他是否太老以至于不能参加选举，你也无需知道他的实际体重，就可知道他是否需要节食。"巴菲特解释说这不是一门精确的科学，它的不确定性可能会使其他人不放心，但巴菲特很放心。他说："我可以肯定地说我们有世界上最佳的人选——阿吉特·杰恩（Ajit Jain）来经营我们的超级灾难业务，他对伯克希尔－哈撒韦的价值是无比巨大的。"

阿吉特是伯克希尔超级灾难业务的开创人，也是"领路天才"。他生于印度，毕业于哈佛商学院，曾为IBM公司和麦肯锡咨询公司（McKinsey Consulting）工作过，尔后他加盟了伯克希尔－哈撒韦公司的国立赔偿公司。阿吉特具有前瞻性，他看到了对大型超级灾难进行投保的与日俱增的需求，并且认识到伯克希尔的财力使它具有从事此项业务的优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与巴菲特一样，阿吉特深刻地认识到主观概率分析这一技巧的重要性。“超级灾难业务的现状是我们没有多少有价值的数据可供分析。你所做的是从历史数据开始分析，然后做出某种预测，它是一种非常主观的艺术形式。”

超级灾难保险业务是低发生频率、高发生效果事件环境的典型范例。集中投资也是这样。你还记得吧，集中投资者很少下注，一旦下注就押在高概率事件上。如果管理得当，集中证券投资的失败频率较低，但失败真的发生了，后果将是惨重的，证券投资会遭受高于正常水平的重创。

我曾有机会问及查理·芒格，集中投资与超级灾难保险之间的相似性。他笑着告诉我：“二者的思路是相似的。”如果真的如此，那么超级灾难保险的历史将会为我们对集中投资者的预期找到些感觉。巴菲特说：“从本质上讲，超级灾难承保业务是所有保险业务中波动最大的一种。由于真正的大灾难极少发生，我们的业务在多数年份里可以预期较大幅度的利润，偶尔也记录较大的损失。然而你必须明白，在超级灾难业务中，最可怕的年份不是可能发生灾难，而是肯定发生，唯一的问题是什么时候发生。”

在多数年份里获取大量利润，偶尔遭受大量损失，在某一年份遭受重创，这些就是用于描述集中投资风格和超级灾难保险的主要特征（回过头来想想第4章中主要集中投资者的业绩史：凯恩斯、芒格、罗纳以及辛普森）。既然超级保险业务的潜在风险这么大，为什么巴菲特还要促进超级灾难保险业务的展开呢？原因与他拥护集中投资战略是一样的。

巴菲特解释说：“我们会不时地遭受重大损失，但是芒格和我愿意接受这种波动较大的结果，以换取长期的优良收益，而用其他的方法是不可能取得这么好的收益的。由于多数券商选择平衡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的战略，我们被赋予了这种竞争优势，我们试图尽量最大化我们的优势。换句话说，我们宁愿要波浪起伏的 15%，也不要四平八稳的 12%。”

一切都取决于成功的可能性

“我喜欢的模式——用一种简化的概念来解释普通股市场发生的情况，就是赛马场上的赢家分享全部赌金的方法。”查理在一次南加州大学的演讲中解释道。“如果你仔细想想，就会明白赛马场分享赌金的方法就是一个股票市场系统。每个人都进去押注，机会也随着赌注的变化而改变，这就是股市所发生的情况。”

顺着这条思路，查理以他独有的方式解释道：“就连傻瓜也能看出，一匹马如果载重量小、获胜纪录高，且占位有利，要比另一匹载重量大、纪录差的马有大得多的获胜机会，等等。如果你看一下场内的投注比率，坏马投注赔率为 100 ∶ 1，而好马则为 3 ∶ 2，这下从统计学讲哪种是最佳赌注就很难分清了。价格变化的方式使你很难找出计算赌金的系统。”

查理的赛马类比对投资者是最好的写照。投资者经常被高投注比率但又毫无获胜机会的投资所吸引，或者有时投资者选择有把握的投资，但又没有充分考虑回报率。对我来说，在赛马场上或股市上最明智的做法是按兵不动，耐心等待，直到那匹好马出现在有很大获胜机会的位置上才出击。

安德鲁·贝依（Andrew Beyer）是《华盛顿邮报》的专栏作家，也是好几本纯种马赛马书籍的作家，曾花了几年的时间观察赛马场上的人下注，他看到太多的人由于鲁莽急躁而输钱。在赛马场上就如同在其他地方一样，赌徒心理（马上参与其中的急不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可耐，押注、掷骰子、拉杆，做点什么）促使着人们愚蠢地下注，而毫不考虑自己在做什么。

贝依对这种急于参与游戏的心态很了解。他忠告游戏者在下注时使用两种战略：一种为游戏下注，另一种为认真下注。认真下注是为那些严肃的玩家基于下述两个条件而设置的：（1）对获胜能力有很大的信心；（2）回报比率比一般情况要高。认真下注法需要大笔的资金，而游戏下注，正如名字所显示的，是为那些毫无获胜把握，只凭预感急于满足参与心态的人而设置的，它们只是小笔赌资，永远不要允许它们成为赌博者赌资中占大头的部分。

当赌马者开始混淆认真下注与游戏下注的界限时，贝依说："他将不可避免地迈向最终导致他手忙脚乱、胡乱下注的深渊，他的选择也将没有强弱之分。"

一种新的思维方式

将数学和概率计算应用于投资决策之中，这个理念似乎颇具挑战性，而且你不是唯一感到害怕的人。正如查理·芒格所指出的那样，多数人"在与普通概率和数字打交道时都像一个十足的傻瓜"。努力学习概率论是否值得呢？毫无疑问值得。

还是让我们暂且退一步，回顾一下我们本章所学内容，从而有一个整体概念。

当我们检验沃伦·巴菲特管理证券的方法时，我们首先注意到的是他坚信在高概率事件上下大赌注。这使得我们提出第一个问题：什么是概率？我们如何决定它的大小？

概率的计算

如果你所调查的事件仅有有限的几种结论，概率计算就是简单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的加减乘除法。一个骰子只有 6 面，所以其中任何一面朝上的概率为 1/6。如果可能结果的数量是无限的，而且你能找到大量过去的事例，你可以基于频数分布得出概率。这就是我们预测远期天气状况的方法，也是汽车承保商建立不同级别驾驶员保险费率的方法。

如果可能结果的数量是无限的，但你无法得到充足的重复数据以建立频数分布，那么你只有使用主观概率分析法，尽可能收集较多的信息。在这种情况下，你的概率数据与你对自己分析的信心水平相一致。

不管使用上述哪种方法，你最终的结果是决定某事件将发生的概率并用百分比来表示，如 50%、70% 或其他。

这就是你基于目前最佳信息所得出的概率预测，但是如果新的信息又出现了该怎么办呢?

调整计算以包括新的信息

假如新信息出现了，又假设该信息明确地表示局势将因条件的改变而改变，此时你将面临一个决策树：如果 X 发生，成功的概率为 55%，如果 Y 发生，成功的概率将变为 70%。

这就是贝叶斯分析法。你得出的结论可能会比较复杂，因为它有多种变量，但决策的过程是相同的：考虑每种变量，收集所有可得的资料，从多方面全面彻底地对每种情况进行分析，然后对每种结论进行概率计算。当然，如果你对数字很在行，它会有所帮助，但它不是一个必要的天赋。

现在，我们对概率论有了充分的了解，我们可以回答第二个问题了：你应该赌多少？换句话说下多大的赌注?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决定赌注的大小

凯利优化模式将告诉你下注多少，并以分数的形式来表示。当整体局势是复杂而易变时，就如同股市的局势那样，你不可能机械地套用凯利公式。你要为不断变化着的因素留出余地，但基本的概念仍是适用的：随着概率的上升，投资数量也随之加大。

现在，我们已对两项要素有所了解：概率与投资规模。还有最后一个问题有待回答：你什么时候应该出击？只有当成功概率完全对你有利时方可出击。

观察投注比率

被人们看好的马有最高的成功概率，但对它下注未必合算，因为投注比率仅为 3 ∶ 2，利润潜力并不令人感到兴奋，但如果你所得的信息令你相信，另一匹马也有高获胜概率，但它的投注比率要更优越，这是你下注的好时机。

概率论与股票市场

现在让我们远离赛马场，也远离理论，把上述的一切都融入股票市场的现实当中去，其基本的思路是相同的。

1. 计算概率。作为一个集中投资者，你将自己限制在少数几种股票上，因为你知道从长期角度看，这是你比市场做得更好的最佳机会，所以每当你想买一种新股时，你的目标是确保你的选择将在业绩上超出市场。这就是你要考虑的概率问题：此种股票有多大概率将来在经济回报上超出市场水平？

如果信息可得则使用频数分布，如果信息不可得，则使用主观概率分析法。你要看看你所考虑购买的公司在多大程度上符合沃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伦·巴菲特的基本原则（见第1章中的图框）。你要尽可能全面地收集公司的资料，用这些基本原则衡量公司的价值。将你的分析转换成数字，这个数字代表着这家公司成为赢家的可能性。

2. 根据新信息对数字进行调整。你要耐心等待直到投注比率转为对你有利时方可行动。与此同时，密切注视公司的一举一动。公司的管理层是否开始对此有所反应？公司的财务决策是否开始改变？有没有改变公司运营竞争环境的事件发生？如果有，则概率将发生改变。

3. 决定投资数量。在你所有的投资基金中，你将为这笔购入投资多大比例？使用凯利计算公式，然后做相应的下调，大概下调一半为好。

4. 等待最佳机会。当成功概率转向你方时，你就拥有了安全边际；局势越不明朗的情况下，你就越应当留出更多的安全边际。在股市上，安全边际是由股价的折扣来实现的。当你喜爱的公司正在以低于其内在价值出售时（内在价值已在你分析概率的过程中给出定值），这是你出击的信号。

很明显，上述过程将循环反复地进行。当条件改变时，概率也随之改变。有了新的概率就需要新的安全边际，由此你也要调整构成最佳时机的感觉。如果这一切对你来说太困难，你可以设想你每次开车时遇到的上百种选择以及你随时随地对你遇到的新情况做出的反应和调整。你手中的赌注实在太大了——你个人的安全以及他人的安全，但你并没有花太多的心思就进行了应变。相比之下，跟踪几家公司的信息相对容易得多。这只是经验的问题。

查理说：“人类并没有被赋予随时随地感知一切、了解一切的天赋，但是人类如果努力去了解、去感知——通过筛选众多的机会，就一定能找到一个错位的赌注。”查理说：“聪明的人会在世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

界提供给他这一机遇时下大赌注。当成功概率很高时他们下了大赌注，而其余的时间他们按兵不动，事情就是这么简单。”

数字之美

这个世界上充满了热爱数字的人，他们对数学的欣赏就像人们对古典音乐或精美的古董家具的欣赏一样。对他们来说，谈论概率计算本身就是一种乐趣。

对其他人来说，数学仅是一种工具，它可以帮助我们做事或增加我们对事物的理解。像其他所有的工具一样，在这章中数学需要我们花时间去适应它。你用它做的练习越多，它就变得越容易。

查理说：“对这种初级数学，你必须学以致用而且日积月累地应用于生活中。如果你不能将这种初级数学中的初级概率应用于生活中的方方面面（尽管应用得有些不自然），那么你的一生就像一个瘸腿的人参加赛跑，永远处于不利的地位。如果拥有这种数学能力，你就会比别人拥有巨大优势。”

毫无疑问，巴菲特的成功与其数学能力密切相关。查理承认道：“我与巴菲特工作这么多年，他这个人的优点之一是他总是自觉地从决策树的角度思考问题，并从数学的排列与组合的角度思考问题。”多数人则不这样做。多数投资者似乎以一种先入为主的心态从多角度考虑问题，他们趋向于从不同的角度做出决策，而忽略概率的计算。

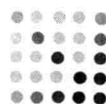
以概率的方式思考问题并非是不可能的，它要求我们以不同的态度来对待问题，况且如果你的投资分析假设不以统计概率数字来表示，你得出的结论就有带感情色彩之嫌。在下一章中我们会看到感情会使我们误入歧途，特别是对金钱的感情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你能教会自己从概率的角度思考问题，你将从此踏上获利之路，并能从自身的经验中吸取教训。市场对可口可乐公司或其他杰出公司的内在价值大幅低估的情况也许不会常出现，但是当它的确发生时，你应当在财力上和心理上都做好押大赌注的准备。与此同时，你应继续保持对股市的研究，你应相信市场一定会在某一天给你一个压倒一切的极好的投资成功机会。巴菲特说："考虑到成为不可避免、必将发生的事情的代价，我和查理都意识到，我们永远都达不到漂亮的50点，甚至连闪光的20点也达不到。为了应付我们的证券投资里注定要发生的事件，我们只能多增加几分概率。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第7章
Chapter7

投资心理

我几乎是在违背自己意愿的情况下得出判断失误这一结论的；我一直拒绝这一结论，直到有一天我意识到我的这种心理正在耗去我的大量钱财。

——查理·芒格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心理学是研究人类行为的多变性及多重性的，它在有效市场假设理论以及现代证券投资组合理论里并不占有一席之地。根据有效市场理论倡导者的观点，市场之所以有效是因为投资者在充分享有信息的好处之后，会立即理智地定出证券的价位。

但人又是从什么时候开始对金钱理智的呢?

人的生存要与很多方面发生联系，其中与金钱的联系是最具有感情色彩的了。我们在生活中做出的众多决策中，金融决策是最具感情色彩、最不符合逻辑的。那种将人的因素排除在外、不加考虑而又企图加深对金融的理解的做法，就好像使用指南针航海但又没有航海图一样：你忽略了一半的计算公式。

当我们探讨股市问题时，将人的因素考虑在内是至关重要的。环境越抽象——对很多人来说股票是件抽象的事物，无形的心理因素就变得越强有力。在后面我们将会看到，许多驱动人们购股的决策只能用人类行为学原理给予解释。由于市场是由所有购股者的集体决策所构成的，所以可以毫不夸张地说整个市场就是被人们的心理因素推来拉去。

长期以来有效市场理论已被人们广为接受，在人们心中的地位可谓根深蒂固。任何人在谈论市场时，即便包括心理学概念也是以一种施舍的态度，而且这也是近期才有的态度。在过去的几年里，我们已经看到一些近乎革命性的变化，一种从人类行为学的角度看待金融问题的崭新态度。这种将经济学与心理学相结合的做法被称为行为金融学。行为金融学目前正在从大学的象牙塔里走出来，成为投资专业人士信息交流的一部分……这些专业人士回头望去，将会发现微笑着的本·格雷厄姆的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本杰明·格雷厄姆

本·格雷厄姆被广泛地奉为金融分析之父，他教授了三代人如何操盘股市。毫不夸张地说，他的价值投资理论帮助了成百上千名股民选择股票，但人们经常忽略了格雷厄姆对投资心理学的教诲。在《证券分析》与《聪明的投资者》(*The Inte-lligent Investor*) 两本书中，格雷厄姆用了大量篇幅解释投资者的感情怎样引起了股市的波动。

格雷厄姆认为，投资者的头号大敌不是股市，而是他们自己。尽管拥有超级的数学、金融、财会技能，那些不能控制自己情绪的人不可能在投资过程中获利。

作为格雷厄姆最著名的学生，沃伦·巴菲特解释说：“格雷厄姆的策略有三项重要原则。”第一项原则是将股票看成企业，这将“使你与市场的多数人用完全不同的视角看待问题。”；第二项原则是安全边际原理，这将“赋予你竞争的优势。”；第三项原则是用真实投资者的心态来对待股市。巴菲特说，“如果你有了这种心态，你就走在了市场上 99% 的操盘手的前头——这是一种巨大的优势。”

格雷厄姆说，形成投资者心理，是一个从资金上到心理上都为市场出现不可避免的上下波动做好准备的过程。你不仅仅从理智上知道市场下挫即将发生，而且从感情上镇定自若，从容应对。按照格雷厄姆的观点，对市场下挫的从容应对，就像一个企业家面对不具吸引力的报价一样：不予理睬。格雷厄姆说：“一个真正的投资家极少被迫出售其股票，而且在其他任何时候他都有对目前市场报价置之不理的自由。”

为了进一步澄清他的观点，格雷厄姆创造了一个寓言式的人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

物，他称之为“市场先生”。著名的“市场先生”的故事，为我们了解股价为什么定期失去理智上了生动的一课。

假设你和“市场先生”是私有企业的合作伙伴。每天，“市场先生”都要毫无例外地向你报价，他或者报他愿意向你购买股权的价，或者报向你出售股权的价。你们共同拥有的企业非常幸运，经济状况十分平稳，但“市场先生”的报价却一点儿也不平稳，因为“市场先生”的情绪不稳定。有时他情绪高昂，眼前一片光明，每当此时他会报出很高的价。另一些时候“市场先生”受到打击，眼前一片漆黑，困难重重，此时他报的价就极低。

格雷厄姆说，“市场先生”还有一条惹人喜爱的特点——他不介意遭受冷落。如果他的报价无人理睬，他明天又会回来重新报价。格雷厄姆警告说，“市场先生”的智慧并无用处，但他的笔记本却很有用。如果“市场先生”表现愚蠢，你完全有权忽略他或利用他，但切记不可被他牵着鼻子走。

格雷厄姆说：“如果投资者面对毫无理由的市场下挫，持股下跌，总是惊慌失措，弃股而逃，或者总是无端地担心，那么他就违反常规地将自己的优势转变为劣势，而此时恰恰是那天股票根本没有被报盘的人最好，因为他们免于遭受由别人的判断失误所带来的痛苦。”

不要因别人的错误判断而落荒而逃，这就是格雷厄姆教给我们的一课。这一课巴菲特不仅学到了家，而且反过来督促其他所有的人效法。我们很容易看出为什么沃伦·巴菲特在多次场合上与伯克希尔－哈撒韦的股民们分享“市场先生”的故事。巴菲特经常提醒成功的投资家不仅需要有良好的对企业的判断力，同时也需要保护他们自己不受“市场先生”情绪漩涡影响的能力，正如他经常用“市场先生”的故事提醒自己一样，在市场的愚蠢面前一定要防微杜渐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“市场先生”，来见见查理·芒格

早在60多年以前，本·格雷厄姆就开始记录存在于市场上的不理智行为，以及投资者如何能保护自己，免于犯错。然而，这么多年以来，投资者的行为并无太大的改变。投资者仍然感情用事，恐惧与贪婪仍然主导市场，愚蠢错误仍占据今天的主流。

带有偏差的思维迹象比比皆是。我们看到思维偏差出现在我们的朋友、家人以及其他亲密的同事身上，如果我们是诚实的，它甚至也发生在我们身上。如果这样紧紧抓住亲密的人不放令人感到不舒服的话，我们也可以从专业人士所做的调查中找出现实状况。1997年，一位加利福尼亚大学的行为经济学家泰伦斯·奥登（Terrance Odean），发表了他的一项研究，题目为“为什么投资者交易过度？”在这项研究中，他总结了他对1万名匿名投资者进行观察的结果。

在7年多的时间里（1987~1993年），奥登跟踪了随意抽选的1万家主要证券代理公司账户的97483笔交易。首先，他发现这些账户的平均年换手率达到78%。这意味着投资者将他证券投资的近80%卖掉又重新购入。其次，他将这些证券的业绩以4个月、1年和2年的期限与市场的平均水平进行比较，得出两项惊人发现：（1）投资者购买的股票业绩总是紧随市场之后；（2）投资者卖出的股票实际上是击败市场业绩的股票。奥登计算了一下，以一年为期限，那些卖出的股票比买入的股票的业绩在交纳代理佣金之前平均高出3个百分点。

究竟是什么激励我们参与如此低效的交易呢？由于我们无法询问这1万人中的每一位投资者他们是怎么想的，故原因不得而知。他们可能会有1万种不同的理由，但是我们可以肯定地推断一件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事：当某件事与金钱和投资相关时，人们经常会判断失误。

或许我们应当走得再远一点。尽管我们已经能够找出不理智的行为，但我们还不能够解释，为什么投资者选择这条起伏不定的道路。答案可以在对心理判断失误理论的深入分析中找到。为了开始这项调查，我们转而寻求查理·芒格的帮助。

芒格对人们如何从不同领域积累点滴知识，并将它们结合起来形成真正的智慧这方面有深刻的研究。他说，很显然，在投资中我们不仅需要掌握基础的金融和财会知识，我们同样需要掌握统计学和概率论的知识，但是我们需要学习的最重要知识之一是心理学理论，特别是他强调学习所谓的心理判断失误理论。

芒格认为，一个关键的问题在于我们的脑子在分析问题时善于走捷径。我们轻易地跳到结论上去。我们很容易被误导，被人操纵。查理说："从我个人来讲我就容易受误导，所以我现在使用双重分析法。首先，从理智的角度考虑，哪些是真正控制股权的因素？其次，哪些是在潜意识里自动产生的潜在影响？这些影响总的来说是有用的，但经常误导我们。"他利用双重分析来进行投资决策：首先考虑理智预期和概率；然后仔细评估心理因素的影响。

对心理判断失误理论进行全面综合的解释，会占本书的过多篇幅，然而心理学里有几个重要课程需要引起我们的重视。具有讽刺意味的是，对心理判断失误理论研究最深入的是芝加哥大学经济系，而正是该系的几位诺贝尔奖获得者，因提出理智投资者有效市场理论而更加闻名，但是康奈尔大学的经济学家理查德·塞勒（Richard Thaler）加盟了芝加哥大学经济系，他加盟的唯一目的是对投资者的理智行为提出质疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行为金融学

行为金融学是一门调研研究，它通过使用心理学理论来解释市场的低效行为。学术界包括塞勒本人观察到：人们在与自己的金融事务打交道时，经常犯愚蠢的错误或做出不符合逻辑的推论，于是他们开始深入挖掘心理概念用以解释人们思维中的不合理性。如前所述，这个领域是一个相对较新的研究领域，但是我们了解到的内容却相当令人振奋，而且它对聪明的投资者是非常有用的。

过度自信

许多心理研究表明，人们发生判断失误是因为总体来说人们过于自信。如果选一群人做样本，问他们有多少人相信自己的驾驶技术是高于平均水平的，有一大半以上的人会说他们是极佳的驾驶员，这就留下一个问题，谁是差劲的驾驶员？另一个例子出现在医疗行业。当问及医生时，他们说他们对肺炎的诊断成功率达到 90%，而事实上他们只有 50% 的准确性。

就信心本身来讲，这并不是一件坏事，但过度自信则是另一回事。当我们处理金融事务时，它就尤其有害。信心过度的投资者不仅自己做出愚蠢的决策，而且对整体市场会产生强大的影响。

投资者一般都表现出高度的自信，这是一种规律。他们想象自己比别人都聪明而且能选择获利的股票，或者至少他们会选择聪明的券商为他们打败市场。他们趋向于高估券商的知识和技巧。他们所依赖的信息也是能证实他们正确的信息，而对反面意见置之不理。更糟糕的是，他们头脑中加工的信息都是随手可得的信息，他们不会去寻找那些鲜为人知的信息。

你有什么证据来证明投资者信心过度呢？按照有效市场理论，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者本该买股并持股，然而在过去的几年里，我们却经历了交易量的大幅度上升。理查德·塞勒则认为投资者和券商都被赋予一种信念，认为他们掌握着更好的信息，他们比别人更聪明，所以他们能获胜。

信心过度解释了为什么许多券商做出错误的市场预测，他们对自己收集的资料信心过度。如果所有的券商和投资商都认为，他们的信息是正确的，他们知道一些别人不知道的消息，结果将是更大的交易量。

丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）说："人们最难以想象的一件事实就是，你并不比一般人更聪明。"丹尼尔是普林斯顿大学心理学和公共关系学的教授。然而更令人伤心的现实是，并非每个人都能够比一般人聪明。信心过度不仅有助于解释交易量过大的问题，而且也解释了在过去几年里市场所经历的巨大波动。卡内曼相信信心过度极有可能促发前美联储主席艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）所忠告的"股市疯长"。尽管分析家对高估股市早有忠告，但投资者还是一窝蜂地挤回股市。

反应过度倾向

塞勒指出，最近的几项研究表明，人们是如何将重点放在几个偶然事件上，并认为自己已把握了趋势的。投资者尤其趋向于将注意力放在最近时期所得的信息上，并由此做出推论，如去年的收益报告在他们心中就成为未来收益的信号。然后他们相信自己已看到了别人没有看到的趋势，并从这种人为的推理中很快做出决策。

信心过度在此当然发挥了作用。人们相信他们对信息的理解比别人更清楚，对信息的判断比别人更准确。不仅如此，信心过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度经常被反应过度所加剧。行为学家了解到，人趋向于对坏消息反应过度而对好消息反应迟缓。心理学家将此称为反应过度倾向。如果短期收益报告不好，一般投资者的反应是过激的不加思考的反应，这对股价产生了不可避免的影响。

塞勒将这种过度重视短期业绩的做法描述为投资者的“短视”行为（医学上称近视），并相信如果他们不接受月度报告，多数投资者的效益反而会更好。在他与其他行为学家共同做的一项研究中，他的观点被以一种戏剧性的方式所证实。

塞勒和他的同事让一群学生将假设投资资金在股票与政府债券之间进行分配，但在开始之前，他让学生坐在计算机前模拟以 25 年为期限的证券投资回报。一半学生被给予大量的信息，信息反映出市场波动的本质以及不断变化着的价格。另一半学生则仅给出 5 年期的短期业绩。然后塞勒让每组学生为今后的 40 年分配投资资金。

第一组学生被大量信息轰炸，其中有些信息反映出不可避免的亏损，他们仅分配 40% 的资金给股市；而另一组收到短期业绩报告的学生则分配了 70% 的资金给股市。塞勒对这些学生的忠告是：“我建议你们在股票上进行投资，但不要急于打开邮箱看结果。”塞勒每年都要在行为学大会上做报告，这个大会是在全国经济研究局以及哈佛肯尼迪政府学院的资助下召开的。

塞勒还因另一项展示短期决策的愚蠢行为的研究而著名。他将纽约股票交易所的所有股票，按过去 5 年的业绩进行排序，他挑出 35 种最佳业绩股票（那些价格上涨最多的股票）以及 35 种业绩最差股票（那些价格下跌最多的股票），并创立了这 70 种假设股票的证券投资。然后，他连续持有这些股票 5 年，并看着以前的“输家”如何在 40% 的时间里打败以前的“赢家”。在现实世界

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里，塞勒相信，很少有投资者能够坚守阵地，抵抗价格下跌信号所产生的过度反应，他们也因此痛失了“输家”转为“赢家”而带来的好处。

所有这些都强调了塞勒的投资短视的观念——投资短视导致愚蠢的决策。投资短视产生如此不理智的反应部分应归咎于心理学的另一个原理：躲避损失的内在愿望。

躲避损失

根据行为学家的观点，人遭受损失产生的痛苦远大于获得盈利的欢愉。塞勒和许多人所做的试验均表明，人需要两倍的正面影响才能克服一倍的负面影响。在一个 50 ∶ 50 的赌注中，如果机会绝对相等，人们不会轻易冒险，除非潜在利润是潜在损失的两倍。

这就是不对称型躲避损失心理：局势不利比局势有利具有更大的影响力，这是人类心理学的基本原理。将此原理应用于股市，就意味着投资者损失钱的难受程度要比因选择正确而赚钱的高兴程度大两倍。这个思维线索也可从宏观经济理论中找到。在宏观经济中，经济高涨期间，消费者一般每创造 1 美元的财富就增加购物 3.5 美分，但在经济衰退期间，消费者在市场上每损失 1 美元就减少消费 6 美分。

对损失的躲避心理反映在投资决策上，其影响是显著而深刻的。我们都想相信自己做出的是正确决策。为保持对自己的正确看法，我们总是抓住错误的选择不放，希望有一天会时来运转。如果我们不卖掉会产生损失的股票，我们永远也不需面对我们的失败。

躲避损失心理还使投资者过度保守。参加退休金账户计划的人，他们的投资期为 10 年，却仍将他们资金的 30% ~ 40% 投在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券上。这是为什么呢？只有严重的躲避损失心理才会使人如此保守地分配自己的投资基金，但躲避损失心理也会产生即刻的影响，它会使你毫无道理地抓住亏损股不放。没有谁愿意承认自己犯了错，但如果你不将错误的股票出手，你实际上就放弃了你能再次明智投资并获得利润的机会。

心中的账目

行为金融学中值得我们重视的最后一项被心理学家称之为心中的账目，它指的是人们随着周围情况的变化而改变赚钱预期的习惯。我们趋向于将资金在头脑中划分成不同的“账户”，然后决定如何使用这些资金。

一个简单的例子就可以说明问题。假设你与你的配偶刚刚外出回家，你掏出钱包准备付钱给替你看孩子的人，但发现原来放在钱包里的 20 美元不见了，所以当你开车送看孩子的人回家的路上，你在自动提款机前停下，提出 20 美元交给替你看孩子的人，但当你回家后你发现那 20 美元在你的夹克口袋里。

如果你与多数人一样，你对这 20 美元的反应应该是欢欣鼓舞的。你夹克兜里的 20 美元是“白捡”的。尽管这第 1 个 20 美元与第 2 个 20 美元都来源于你的活期账户，它们都是你的辛苦钱，但你手里拿着的这 20 美元是你没想到的，你感到可以随意花掉它。

为了展示这个概念，理查德·塞勒又一次提供了一个有趣的学术试验。在这项研究中，他用两组人进行试验。第 1 组人被分配 30 美元现金并有两项选择：（1）他们可以将现金揣进口袋里，走掉；（2）他们可以以掷硬币赌博，如果赢了，他们可以额外得到 9 美元，如果输了，从他们的钱中扣除 9 美元。多数人（70%）选择赌博，因为他们盘算，即使输了，他们仍可白白得到 21 美元。第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2 组人则被给予不同的选择：（1）试着进行掷硬币赌博，如果他们赢了，他们将得到 39 美元，如果输了，他们得到 21 美元；（2）直接得到 30 美元，不掷硬币。有多半数的人（57%）选择直接拿钱。其实两组人赢得的是一样多的钱。机会也完全相等，但是两组人却以不同的方式看待局势。

这项试验的意义是很明显的：我们如何决策投资、我们选择什么方式管理投资是与我们如何看待金钱密切相关的。例如，心中的账目就进一步解释了人们为什么不愿意卖掉业绩差的股票。在人们心中，损失只有在股票卖掉时才变为真正的损失。另一个强有力的联系与风险有关。有关风险忍耐度的全面影响，将在本章的后面讲到。目前，有一点是清楚的：我们更愿意拿白给的钱冒险。从更广意义上讲，心中的账户这一理论突出了有效市场理论的一项不足之处，它显示出市场的价值不仅仅是由信息的总量所决定的，也是由人们加工处理这些信息的方法所决定的。

对人的行为的同一性研究是无止境的，也是令人心驰神往的。令我特别感兴趣的是心理因素在投资领域所发挥的巨大作用，因为这一领域通常被认为是冷冰冰的没有灵魂的数字与数据的世界。当我们必须做投资决策时，我们的行为时常是捉摸不定的，甚至是自相矛盾的，偶尔又是愚蠢的。有时这种不合逻辑的决策会持续下去，毫无定数可言。我们做出的决策不论正确还是错误，都没有充足的、可明确表达的理由。

令人感到特别惊讶，也值得所有投资者注意的问题是，投资者往往对自己的错误决策毫不觉察。我们现在明白了，为了全面了解市场和投资，我们必须对我们本身的不理智行为有所了解。对判断失误心理学原理的研究，对投资者来说，其价值绝不亚于对资产负债表与损益表进行分析的程度。你可能对评估公司这门艺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

术很精通，但如果你不花时间了解行为金融学，你将很难改进你的证券投资战略以及投资业绩。

风险容忍度

所有金融心理学因素聚合在一起，反映在你身上，就是你对风险容忍的程度，就像一块强大的磁铁将周围的金属物质都吸附在自己身上一样。金融心理学的概念是抽象的，但在你每天做出买卖决策时，这些概念就变得真实起来，而将你做出的所有决策贯穿起来的因素，就是你对风险的感知程度。

在过去的十几年里，投资专业人士投入了大量的精力，帮助人们分析他们对风险的忍耐度。证券代理商、投资咨询家、金融规划者都观察到了每个个体行为的不断变化。当股价上扬时，投资者大胆地向股市里添加投资；而当市场回落时，他们又将投资调回到固定收入证券上。一夜之间，投资者会戏剧性地改变他们的投资组合，卖出股票而买入债券或其他固定收入的证券。这种在激进与保守的投资者之间反复折腾的现象，激发了人们对风险容忍度的研究。

刚开始，投资咨询家认为，分析风险容忍度并非什么难事。通过使用面试和答卷的方式，他们就可以建立一套投资者的风险档案，但问题是，人的容忍度是基于情感之上的，且随着情况的变化而变化。所有上述构成对金钱态度的心理学原理，都可用来测定对风险的反应。当股市大幅下挫时，即使那些在风险档案中非常“胆大妄为”的投资家也变得缩手缩脚起来，而当股价大幅攀升时，不仅是激进的投资者，就连保守的投资者也增添了新股。

还有另一个起作用的因素，那就是前面提到过的过度自信问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题。在我们的文化中，风险承担者是备受人们敬仰的。投资者受此影响，趋向于认为自己很能承担风险，但实际上他们不能。他们的表现就如同心理学家布瑞特（D.G.Pruitt）所描述的“狂想家效应”。

早在20世纪30年代，美国最伟大的幽默作家之一詹姆斯·瑟伯（James Thurber）写了一篇幽默故事，名字叫《沃尔特·米蒂的私生活》(*The Secret Life of Walter Mitty*)。后来这个故事被拍摄成一部令人难忘的电影，由丹尼·凯伊（Danny Daye）领衔主演。片中的沃尔特是一个缩头缩脑、鼠目寸光的男人，且完全受制于他那彪悍且伶牙俐齿的妻子。他应对这种生活的方法是做白日梦，梦中这个好脾气的沃尔特幻化成一个勇猛顽强的英雄，他总是及时出现并解救众生。片中的他一会儿还在为忘了妻子交待的杂事而痛苦呻吟，另一会儿他变成一位无畏的轰炸机驾驶员，正独自执行一次危险的任务。

布瑞特认为投资者对股市的反应颇像沃尔特对生活的反应。当股价上扬时，他们成为自己眼中的英雄，敢于承担额外风险，但当股价下挫时，投资者拥挤在门口，然后逃之夭夭，不见了踪影。

我们如何克服狂想者效应呢？我们要找出衡量风险容忍度的尺度，这个尺度要尽可能地解释产生这一现象的原因。我们必须深入到标准分析问答题的表层之下，去探求心理驱动因素。几年前，我与维拉诺娃大学（Villanova University）的贾斯廷·格林（Justin Green）合作开发了风险分析工具，这种工具不仅强调明显的、直接的风险因素，更强调人的性格因素。我们在研究了大量的风险容忍度方面的文献后（其中既有理论性文献也有实证性文献），将重要的人口统计因素与倾向进行抽象化，并综合在一起考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虑，从而得出更加精确的风险容忍测量尺度。

我们发现承担风险的倾向与两项人口统计因素有关：年龄与性别。老年人比年轻人更不愿意冒险，妇女比男人更小心谨慎。风险似乎与财富的多少没有关系。钱多或钱少对风险的忍耐度好像没有太大的影响。

有两项性格特征与风险容忍度密切相关：自控能力与成就动因。自控倾向指的是人们感觉他们能在多大程度上影响其生活的环境，以及做出生活决策的能力。那些认为自己有控制周边环境能力的人被称之为“内在人”。相反，“外在人”认为自己几乎没有什么控制能力，就像一片树叶被风吹来吹去，无法控制。根据我们的研究，具有高度风险承担倾向的人绝对是属于内在人一类的。

成就动因可以被描述为人们做事的方向感。我们发现善于承担风险的人是方向感很强的人，尽管对目标的高度集中可能会导致深深的失望。

对我们的风险工具进行调整归纳，得出下面一些问题，这些问题可以帮助你了解就自控能力与成就动因两个方向而言你的风险承受力如何。

当然，掌握你自己的风险承受倾向，还不仅仅是在自控能力与成就动因之间划一条相关直线那么简单。为了解开性格特征与风险承受之间的真正关系之谜，你需要知道你对风险发生环境的看法，也就是说，你认为股市的最终结果是取决于运气的一场游戏，还是一个偶然的两难推理局面，但精确的信息和理性的选择相结合将会产生理想的结果。请看下面一系列问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

A. 你是否能控制你的目标?

下面哪句话最好地描述了你的思维?

1.（1）从长期角度，人们会得到他们应得的尊重。

（2）不幸的是人们的价值经常得不到认可，不管他们多么努力也不行。

2.（1）永远不要相信命运。自己制订出决策目标，然后按具体的目标采取行动。

（2）我发现要发生的事情注定要发生。

3.（1）你今天的结果就是你昨天的行动。

（2）有时我感觉我对我生活的道路缺乏足够的控制力。

B. 你是否重视成就?

下面的话在多大程度上描述了你的态度?

1. 对于我无法知道做得好坏的项目我不喜欢参加。我对我做的项目总是制定规划，它使我能测量出我朝总体目标迈进的速度。
2. 我生活的主要目的是从事我以前从未做过的事情。
3. 当我玩游戏时，我不仅关心我玩得好坏，我也关心我是否能赢。
4. 不管做什么——工作、运动、爱好，我都努力为自己制订高标准，不然的话有什么意思呢?

C. 是靠运气还是刻苦?

下面哪句话最理想地描述了你的看法?

1.（1）在股市上赚很多钱需要的是足够的运气。

（2）具有高度决策技巧的人是在股市上赚大钱的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.（1）人们生活中很多不开心的事部分都源于运气不佳。
（2）人们生活中的不幸源于他们自身所犯的错误。
3.（1）没有得到好运，你休想当一名优秀的领导者。
（2）有能力的人没有成为领导者是因为他们没有充分利用机会。
4.（1）制订太长远的规划未必明智，因为许多事情最终是由运气所决定的。
（2）当我制订计划时，我有十分的把握它们能成功。

现在，让我们来考虑一下所有这些性格因素是如何共同发挥作用的。以“内在人”为例，他们坚信他们的个人能力能最终影响结果。如果他们相信市场是由机遇推动的，他们会躲避风险，但如果他们相信市场结果是技巧的产物，这些“内在人”会产生高度风险承担的倾向。

根据我们的研究，展示出高度风险忍耐性的投资者是会制定目标的人，他相信自己能够控制环境并最终影响结果。他将股市看做偶发性的两难推理的场所。在此，信息和理性的选择相结合将产生获胜的结果。这是否使你想起一个人？我们将如何描述沃伦·巴菲特？你将如何描述你自己？

集中投资心理

我们所学到的一切心理学和投资学的知识都在沃伦·巴菲特身上综合体现出来。他对他自己的研究很有信念，而对运气则没有。他的行动源于周密思考的目标。他不会被短期事件冲昏头脑而失去方向。他了解风险因素的含义，并愿意充满信心地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接受最终结果。

在行为金融学还未成形并被冠名之前，它就早已被几位离经叛道者如沃伦·巴菲特和查理·芒格所理解和接受。查理指出，在他和巴菲特离开研究生院之前，他们“就进入了商界，去发现那巨大的但可预测的极端不理智行为产生的格局”。他不是在谈论预测商机，而是在谈论一种观点，即当不理智局势真的形成时，它会产生几种可预测的行为格局。

除巴菲特和芒格外，其他大部分投资专业人士都直到近期才开始对金融与心理学的交叉关系产生足够的重视。对读者来说，本章综合归纳出的概念的价值在于让你们学到了新的内容并寓教于乐，但还不止于此。

围绕投资的各种情感都是真实的，它在某种程度上影响了人的行为，进而最终影响股价。我相信你已经感觉到了，充分了解人的能动性对自身投资是非常有价值的，原因有二：

- 你会掌握一些基本指导原则，从而避免犯最平常的错误。
- 你将及时认识到别人所犯的错误并从中受益。

我们所有的人都难免会犯判断失误的错误，它将影响我们的个人成功。当成千上万的人都犯判断失误的错误时，这种集体的力量会将市场推向毁灭的边缘。此时跟风而走的诱惑力是如此强大，以至于错误的判断累计起来呈倍数增长。在这一片波浪起伏的不理智行为的汪洋大海中，只有少数几个保持理智行为的人能幸免于难。

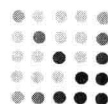
成功的集中投资家需要培养一种性情。道路总是崎岖不平的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择走哪条路才是正确的，经常是与人的直觉背道而驰的。股市的经常性波动容易使股民产生不安定的感觉，从而做出不理智的举动。你需要对这些情绪耐心观望，并随时准备采取理智行动，哪怕你的直觉呼唤你做出相反的行为。如前所示，未来总是重奖集中投资者，因为他们做出了巨大的努力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第8章
Chapter8

市场是一个复杂多变的适应性系统

我们一直觉得股市预测的唯一价值在于让算命先生从中渔利。

——沃伦·巴菲特

华章经典·金融投资
HUAZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任何人对沃伦·巴菲特进行一段时间的观察以后就会知道他对预测的立场是清楚明了的：不要浪费你的时间。不管是经济预测、市场预测还是个股预测，巴菲特坚信预测在投资中不占有一席之地。在过去的40年里，他获取了巨大的财富和无与伦比的业绩，他的方法就是投资于业绩优秀的公司，与此同时，避免因推测未来的市场走势而给投资者造成诚惶诚恐以及灭顶之灾。巴菲特说：“事实上，人的贪欲、恐惧和愚蠢是可以预测的，但其后果却是不堪设想的。”

对于巴菲特的许多信奉者来说，市场预测仍是一个有待商榷的问题。有些人能够推动他们的投资策略而不受沿途“算命先生”的干扰，而多数投资者出于善意，却经不住向他们兜售超级洞察力的商人的诱惑。

在整个人类历史上，我们总是被那些号称具有预测未来能力的人、概念或系统所吸引。巫师、占卜者、江湖医生、看掌算命者与相面算命者、市场预测家与经济预测家，他们都只简单地说一句“今天我能告诉你明天将发生什么”就赢得了成百万人的注意。尽管历史的道路上横躺着许多先为人们尊敬、后为人们唾弃的占卜者的尸体，但总有一排排新占卜者争先恐后地替代倒下的人，因为他们知道他们总能找到急切聆听他们预言的听众。

在今天就能得到明天的钱当然具有明显的金融优势，但我相信人类欲了解未来的这种冲动远比金钱更复杂。我怀疑人类有一种深切的心理需求要掌握未来。或许对未来无所知的感觉太令人不舒服，以至于我们忍不住地被那些能解除这种感觉的人所吸引。对这种脆弱心理需求的研究应增加到查理·芒格的格状模式当中去。

现在请记住，巴菲特并没有说市场是不可预测的。不管怎么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，我们确实知道市场最终将奖励那些增加股民价值的公司，但我们不知道这个奖励发生的确切时间。我们还可以确切地预测股价将持续波动，但我们无法确切知道下一年价格是向上还是向下波动。如果你想从《沃伦·巴菲特之路》一书中获益，你无需正确猜测到短期市场的未来走势，关键的问题是你要买对公司的股票。由此我们可以向你许诺你的选择最终将使你获利。

如果你属于那种早已将市场预测事宜抛诸脑后的人，你可以直接翻阅到本书的最后一章，但是对那些不时受到预测者忠告诱惑的人来说，则需花几分钟阅读本章。我希望他们能就此放弃短期未来走势预测的想法，因为它既不必要也不值得。

预测的危险性

仅举一个小例子来显示预测者必须穿越的变幻莫测、暗藏危险的水域。

让我们来看一看过去 16 年中每半年对 30 年期国库券利率的预测情况及预测价值如何（见表 8-1）。在 31 次预测中，不仅预测利率与实际利率根本不符，而且令人感到惊讶的是，其中有 22 次预测的走势完成是错误的。

表 8-1　预测利率

《华尔街日报》对经济学家的调查（预测：30 年期国库券）			
预测日期	预测利率（%）	实际利率（%）	预测走势
1982 年 6 月	13.05	13.92	
1982 年 12 月	13.27	10.41	对
1983 年 6 月	10.07	10.98	错
1983 年 12 月	10.54	11.87	错
1984 年 6 月	11.39	13.64	错
1984 年 12 月	13.78	11.53	错

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

《华尔街日报》对经济学家的调查（预测：30年期国库券）			
预测日期	预测利率（%）	实际利率（%）	预测走势
1985年6月	11.56	10.44	错
1985年12月	10.50	9.27	错
1986年6月	9.42	7.28	错
1986年12月	7.41	7.49	对
1987年6月	7.05	8.50	错
1987年12月	8.45	8.98	错
1988年6月	8.65	8.85	对
1989年6月	9.25	8.04	错
1989年12月	8.12	7.97	错
1990年6月	7.62	8.40	错
1990年12月	8.16	8.24	对
1991年6月	7.65	8.41	错
1991年12月	8.22	7.39	对
1992年6月	7.30	7.78	错
1992年12月	7.61	7.39	对
1993年6月	7.44	6.67	错
1993年12月	684	6.34	错
1994年6月	6.26	7.61	错
1994年12月	7.30	7.87	错
1995年6月	7.94	6.62	错
1995年12月	6.60	5.94	对

注：观察说明：（1）经济学家6个月的平均预测；（2）《华尔街日报》的半年期预测；（3）39次预测中仅有9次是正确的。

资料来源：*Wall Street Journal*, Revised 6/30/98。

古典理论

古典经济学理论认为市场和经济是平衡的系统，这意味着市场和经济在其自然的状态下处于平衡状态。尽管供求关系的反向作用力或价格与数量的反向作用力是存在的，但股市与经济总是能够达到一种平衡的状态。在这个世界上，市场是有效的、机械的且理智的。这个理论是在100多年前由阿尔弗雷德·马歇尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Alfred Marshall）阐述的，它至今仍统领着人们的思想。哥伦比亚大学商学院的麦克尔·莫布森解释道：马歇尔的经济观点“源于经济理论与牛顿物理学原理相似的观点，经济学中也有因果关系，这种关系预示着经济的可预测性”。

始于400年前的现代科学基于下面这种假设：自然是由宇宙万物的因果关系法则统治的。按照诺贝尔物理学奖得主伊尔雅·普里果金（Ilya Prigogine）的观点，没有现在就没有未来，没有对今天数据的详细研究也就没有科学的远见。这种观点当然仅仅具有理论前景，但即便如此，它还是使科学家们从一个表象的世界深入到一个理解的世界。

现代科学源于决定论。著名英国科学哲学家卡尔·波普（Karl Popper）解释说，科学的决定论就是“用自然的观点代替上帝的观点，用自然的法则代替神学的法则。大自然，或者说自然法则既是万能的也是无所不知的，它预先锁定万物。相反，上帝则是神秘莫测的，它以一种启示的方式出现。自然的法则通过人的体验和人的逻辑思维而被发现。由此，如果我们知道了自然的法则，我们就可以根据目前的数据用理智的方式预测未来”。

艾萨克·牛顿（Issac Newton）是现代科学史上的第一位决定论者，他的万有引力定律开创了力学领域，并且成为物理学的核心定律。他的做法成为日后科学发现争先效法的模式。毫无疑问，牛顿的发现模式是具有强大魅力的。几个世纪以来，科学家们不断标新立异开辟新的知识领域。

在牛顿的世界里，世间万物都是机械的，如钟表般的有规律可循。过去几个世纪中的物理学家、生物学家以及化学家都建立起自己对世界的理解模式，这些模式无一不反映出牛顿对自然界的看法。然而，这种对牛顿模式的过度偏爱可能会影响我们的判

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

断力。按照英国物理学家詹姆斯·克拉克·麦克斯韦尔（James Clark Maxwell）的观点，“信仰决定论的人总是在判断上出现偏差，因为物理学家特别是他们的代言人总是将注意力集中在那些强化世界万物有序论的总体形象上来。”

特别使今天的科学家感到迷惑的是，世界的表现并不像牛顿的框架允许我们看到的那样。牛顿的传统物理学只是用一系列机械运动原理来描述物理现象，而用它来描述生活的丰富多彩性似乎太过僵硬了。请不要误解：当我们描述飞机的轨迹时，牛顿定律发挥着充分的作用，但当我们试图描述细胞的繁殖、免疫系统以及人的行为时，牛顿的机械原理则显得力不从心了。古典科学法则似乎没有能够为人们认识生活提供更好的解释。

许多年来，一部分科学家们躲避研究那些与牛顿法则不相符合的现象，他们被世界平衡的观点完全控制住、禁锢住了。基因学家理查德·列文廷（Richard Lewontin）称这些科学家为“柏拉图主义者”。这位著名的雅典哲学家声称，“我们看到的周围的杂乱无章、并非完美的物质世界仅仅是完美的原始模型的写照而已”。据列文廷的介绍，还有另一群科学家将世界看成是不断变化的，它的物质成分总是在运动和无止境地排列组合。列文廷将这类科学家称为“霍拉克里特主义者”（Heraclitians）。这位伊奥尼亚的哲学家，充满感情和诗意地争辩道，“世界总是处于一种流动状态。”霍拉克里特生活在比柏拉图早200年的年代里。他观察到“踏入同片水域者，其人同，河同，水流不同也。”按柏拉图对此言的解释：“一个人永远不可能两次踏入同一条河。”

斯坦福经济学家布瑞恩·阿瑟（Brian Arthur）说：“当我读到列文廷的这段话时，它对我真是莫大的启示。我终于清醒地意识到科学界争论的焦点。我对自己说，‘啊！我们终于开始从牛顿中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

找回自我'。"

布瑞恩·阿瑟在数学和经济学两个领域都训练有素。多年来，他一直为迎合其他经济学家而痛苦挣扎，因为其他经济学家都极力鼓吹马歇尔的机械看待世界的观点。阿瑟的两难境地在我们国家最知名的大学象牙塔内找不到答案，在纽约世界贸易中心的摩天大楼里也找不到答案，但却出乎意料地在新墨西哥州的桑格里·德·克里斯托山（Sangre de Cristo Mountains）找到了答案。

圣菲研究院

在美丽的圣菲省省会城市，在古老的土坯房和现代艺术馆的一旁坐落着一座巨大的沿山而建的建筑物。这座建筑物曾为私人豪宅，但今天是一个伟大的智囊团所在地，这就是圣菲研究院（Santa Fe Institute）。

或许是由于稀薄的空气，或许是由于湛蓝的天空，或许是由于红色的山峦与沙漠交相辉映的美景，访问圣菲研究院的人都感到思绪起伏，感慨万千。不管是什么原因，圣菲研究院似乎是科学家聚集在一起将其理论系统化的理想场所。科学家在圣菲研究院并不做什么定性的科学研究，相反，他们彼此敞开心扉，交流信息，帮助彼此建立对生活重新认识的方法。

圣菲研究院是在1984年由乔治·科旺（George Cowan）组建的。他是劳斯·阿拉莫斯实验室（Los Alamos Laboratory）的前任研究负责人。圣菲研究院是多学科的研究机构，它的成员由物理学家、生物学家、免疫学家、心理学家、数学家和经济学家构成，他们中的许多人是诺贝尔奖获得者，并在各自的领域取得了相当程度的认可；这些科学家们联合行动，寻求跨越复杂多变的适应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性系统的原则。他们不分学科界限，与其他学科的人交流看法和理论，并且被鼓励这样做。在圣菲研究院，关于蚂蚁交流方式的报告很有可能会与经济市场信息传播的讨论同步进行。对很多人来说这二者之间的联系可能微乎其微，但研究复杂适应性系统的科学家们却发现了很多相似之处。

在我们周围的世界，有许多复杂系统的范例，如细胞、胚胎发育、大脑、免疫系统、中枢神经系统、生态系统、社会结构以及政治体系。复杂性一词并无特殊含义。伊尔雅·普里果金说，任何系统之所以复杂是因为其中有多种彼此相互作用的因素。简单的系统（受万有引力吸引的物质或钟摆的运动）仅包括有限的几种运动成分。1 立方厘米的气体可能包含成百万个分子，它们朝着各种方向弹来撞去。科学家将这种系统描述成分子的无序性，而不是复杂性。无序性一词是一个已被人们用滥的词汇，它的受欢迎程度在几年前达到高峰，它描述了一个分子混乱或行为持续无序的系统。

在圣菲研究院，科学家们已将注意力从无序性的研究转向复杂性系统研究。如前所述，复杂系统存在于无序性与僵硬的机械规律之间。普里果金说，从行为学的角度来认识复杂性系统或许比从系统学的角度认识要容易些。毕竟，只有对不同复杂系统的行为特征进行研究才会最终帮助我们了解复杂性的真实面目。

1987 年，20 位客人应邀在圣菲研究院就将经济作为一个复杂系统进行了讨论。10 位理论经济学家受诺贝尔奖获得者肯尼斯·阿罗（Kenneth Arrow）的邀请而出席。另一位诺贝尔物理学奖获得者菲利普·安德森（Philip Anderson）则推荐另 10 位来自物理、生物和计算机科学领域的科学家。会议的初衷是启发人们对经济学产生新的认识。在报告和小组讨论中，物理学家学到了经济平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

衡与博弈论，而经济学家则试图理解布尔（Boolean）数学体系及基因规则系统。经过10天的刻苦工作，会议结束时，与会者发现了三项重要的经济特征。

首先，经济是许多“能因”彼此同步作用的网状体系。在一个胚胎中能因是细胞，在一个经济体系中能因是人。细胞与人生活在一个由其他能因相互作用产生的环境之中。细胞与人不断地对体系中其他能因的作用做出反应，由此环境就永远在变。

其次，对经济的控制是高度分散的。在胚胎的发育中，没有领头细胞，同样在经济中也没有控制大师。诚然，我们国家的经济有联邦储备委员会，我们的政治家也可以改变税制和税法，但是总体经济是由千百万个个体（能因）每天的决策所产生的结果。经济体系中的协调行为出自于能因之间的竞争或合作。

最后，也是复杂系统最关键的特征，复杂系统中的众多能因会积累经验，并逐步适应不断变化的环境。我们知道生物体的每一代都将通过进化重新安排他们的组织。人也一样，人将通过适应世界和积累经验不断改进自身。这第三项特征是如此重要，以至于今天复杂系统被人们称为复杂自适应性系统。

现在我们就不难理解，为什么复杂自适应系统的特征使经济不可能达到平衡。能因的行为，它的不断变化、反应和学习使经济永远不可能处于静止状态。有些科学家建议，一旦经济达到平衡状态，它就不仅仅是静止的，它将是死水一潭。

传统的数学方法包括微积分和线性分析，适合于研究在固定环境中的不变微粒。牛顿的方法仍在重复的机械世界中发挥着作用，但它对了解复杂自适应系统无济于事，我们仍要转向使用实验数学和非线性分析法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

爱尔·法罗问题

爱尔·法罗（El Farol）是靠近圣菲研究院的一个酒吧，它在星期四晚间专门播放爱尔兰音乐。布瑞恩·阿瑟现在是圣菲研究院花旗集团（Citigroup）赞助的经济学研究项目的教授，他生于英国的贝尔法斯特（Belfast）并在那里长大，所以特别喜欢到爱尔·法罗酒吧去听他喜欢的音乐，但是有一个小问题，爱尔·法罗酒吧经常充斥着一些粗鲁的酒鬼，阿瑟对这些人敬而远之，避之不及。对于每星期做出去还是不去这个决定的烦恼导致他形成了一个数学理论，他将这个理论命名为"爱尔·法罗问题"。阿瑟说："它具有所有复杂适应性系统的特征。"

假设在圣菲有100个人喜欢到爱尔·法罗酒吧听音乐，但是如果酒吧过于拥挤，他们谁也不会去。还假设爱尔·法罗酒吧每星期公布它周四的上座率。在过去的10周里，上座人数分别为：15，18，83，66，45，76，67，56，88，37。音乐爱好者们可以根据这些过去的数字来估计下周去酒吧的人数。有些人估计这周去的人数将与上周去的人数大致相等（37位客人），其他人则可能估计这周去的人数是过去10周的平均数（55位客人），或者是最近4周的平均数（62位客人）。

现在让我们假设每个去爱尔·法罗酒吧的人都有一个前提条件，即他预计去的人数要少于60人才去，100个人中的每个人都单独做出决定，他们可以使用过去几周的任何数据来做出最准确的预测。由于各自使用的预测指标不同，有些人将会在每周四都出现在爱尔·法罗酒吧，而另一些人将会待在家里，因为他们的预测数字超过了60。到第二天爱尔·法罗酒吧又公布了新的上座人数，这100位爱尔兰音乐爱好者又重新更新他们的模式，准备

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行下周的预测。

阿瑟解释说，爱尔·法罗的预测过程可以被称为预测者“生态”。他的意思是，在任何时候，总有一小部分预测者注定“活着”，或者说至少预测者之一会被在预测中利用上，而其他预测者则处于“死亡”状态。随着时间的推移，有些预测者得以“复苏”，而另一些预测者“死亡”。

爱尔·法罗问题仅仅是一个用于帮助人们理解预测复杂适应性系统的难度的理论假设呢，还是确实存在于当今市场上呢？

每年，美林公司（Merrill Lynch）都对一组机构投资者进行民意测验，调查影响他们所选股票的要素模式。民意测验特别强调不同要素模式在今年与去年受欢迎程度的变化。美林公司从1989年就开始进行此项调查，在此期间，投资者不仅改变了他们的选股模式，而且对不同模式的侧重点也有所不同。

美林公司机构要素模式调查，包括民意测验的结果，将23种不同模式的受欢迎程度排序如下：（1）（每股）收益惊喜；（2）股本收益；（3）收益回顾；（4）价格与现金流量比；（5）预计5年利润增长；（6）负债与权益比率；（7）收益（每股）动力；（8）相对实力；（9）市盈率；（10）价格与账面值比；（11）分析家意见的改变；（12）收益变化率；（13）红利折现模式；（14）价格与销售额比率；（15）忽略的股票；（16）β 值；（17）预计收益离散趋势；（18）红利收益；（19）收益不确定性；（20）对外暴露程度；（21）规模；（22）低价股；（23）利率敏感性。

无论我们要预测未来股价，还是预测星期四晚出现在爱尔·法罗的人数，总是有无数种建立预测模式的方法。

如果我们将美林公司在过去9年调查的前10种模式单独列出来（见表8-2），我们就可以看到爱尔·法罗问题的启示作用。尽管惊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

喜收益是最持续的受欢迎的模式，但其他几种模式的使用则显示出差异性。例如，股本收益是1997年第二位受欢迎的模式，但在几年前却不太受欢迎。相反，收益动力在1989年和1998年是受欢迎的，但最近几年却失宠了。在1989年美林公司刚开始民意测验调查时，半数以上的被调查投资者列出了选股中红利产出模式的重要性，而今天仅有12%的投资者在投资决策中将红利做重点考虑。

美林公司的调查是阿瑟关于预测者生态理论的一个范例。在被调查的那些年里，我们可以看到有些模式是如何死亡的，其他模式又是如何复苏的。

表8-2显示出在过去的9年里预测模式的渐变形式。图8-1则跟踪显示出1996~1997年受欢迎模式的变化情况，它展示出个人喜好改变的动向。例如，负债与权益比、价格与现金流量比，以及5年预计增长模式都显示出使用增长的趋势，相反，红利收益、收益动力以及收益变化率都在受欢迎程度上呈下降趋势。

表8-2　美林公司机构调查（1989～1997年）

要素	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	1989
每股收益	1	1	1	1	1	2	3	1	1
股本收益	2	4	4	4		1	4		
收益回顾	3	2	2	2	2				
价格与现金流量比	4	5	3	3	4	5		3	4
预计5年增长	5		5	5					
每股收益动力		3			3	4	2	2	2
红利折现模式					5				5
价格与账面值比						3		4	3
负债与权益比							1		
净收益率						5	5		

注：1—最受欢迎的模式。
2—次受欢迎的模式。
3—第三最受欢迎的模式。
4—第四受欢迎的模式。
5—第五受欢迎的模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

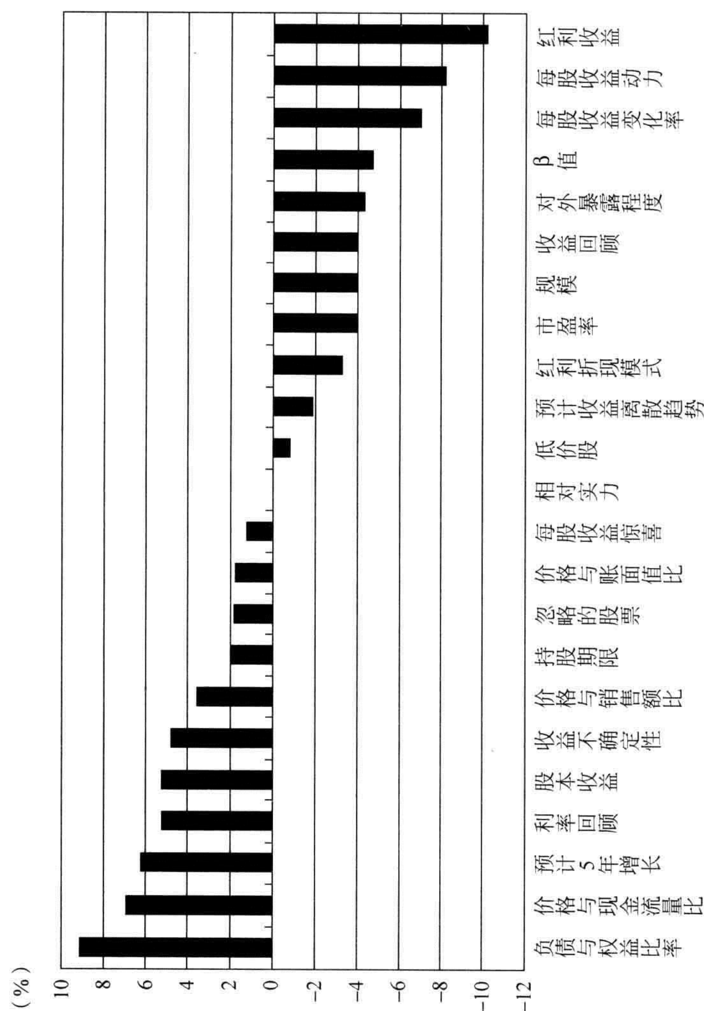


图 8-1 1997与1996年使用的要素变化：按调查结果的百分比区分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理查德·伯恩斯坦（Richard Bernstein）是美林公司的量化研究部主任，也是此项机构调查的主要负责人。他说："调查结果是一把有用的尺子，它衡量出哪些战略在最近几年受欢迎，哪些已经失宠了。"但这种结果又令伯恩斯坦感到迷惑。他解释说："在过去几年里，我发现的很重要的一点是，尽管许多券商声称他们对投资有自己的定路，但选股的决策过程却发生着巨大的变化，这一点很清楚。"

三层分离预测法

想去爱尔·法罗酒吧的人和试图选择正确股票的投资者均面临相同的问题，即准确的预报意味着预报的实际结果取决于其他人的预报，对此你完全了解。这个问题早在60年前已被约翰·梅纳德·凯恩斯所认识。

他写道："职业投资可以被比做报纸上的竞赛，在比赛中每个参赛者必须在100幅美人头像中选出最漂亮的6幅。大奖将颁发给所选照片与所有参赛者的平均喜好相吻合的参赛者。于是每个参赛者都必须选择，他们所选的照片不是他自己认为最漂亮的，而是他认为能够抓住多数参赛者注意力的照片，所有参赛者都从相同的角度来看待这个问题。"

"你怎样对公众的表现进行猜测，而且比一般公众猜得更好"，这个问题已经够绕人的了，但凯恩斯还嫌不够复杂，又增加了一个变量，他说："一个人充分发挥其判断力，他选择的照片不是他认为最漂亮的，也不是那些平均意见，认为最漂亮的，我们现在已经达到第三层深度，我们费尽心机所要猜出的是平均意见，估计平均意见会是什么样的结果。我相信还有些人他们会深入到第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、第五或更高的层次去预测。”

这个美女竞赛的比喻与爱尔·法罗的客人和个人投资者所面临的困境是一样的：你对市场或经济即将发生的情况的认识是不重要的，重要的是你认为市场上的多数人会怎样看待市场。巴菲特对此深有了解，他说：“我们有执掌几十亿美元的职业投资家，他们对多数市场波动感激不已。他们不是将注意力集中在企业在未来的几年将做什么，相反，许多著名的券商现在集中精力预测其他券商在未来的几天将会做什么。”

我认为布瑞恩·阿瑟的爱尔·法罗酒吧的比喻是对股市所发生的事情的准确写照。尽管我们可以有充分的理由将市场比为一个复杂的适应性系统，但我们距离解决预测市场行为的问题还相距甚远。在圣菲研究院，人们正在朝这个方向努力。阿瑟与学院的另一位研究员约翰·荷兰（John Holland）密切合作，已经建立起一个人工的股市。这个建立在计算机里的人工股市有几百名投资者——能因。阿瑟解释说：“这些计算机里的小人儿通过学习最佳战略已变得很聪明。随着学习体验的增加，他们不断变换其战略，从而也改变了市场的性质。”

对人类行为的研究并不需要克隆出整个人类。今天我们有可能使用高能计算机复制个体投资者的行为。在计算机里我们引入数字能因并赋予这些数字能因一些最基本的规则。到目前为止我们还没有开发出解决爱尔·法罗酒吧问题的数学公式。约翰·卡斯蒂（John Casti）说：“我们在数学问题上被卡住了，这是整个领域的症结所在。我们没有一个好的数学框架来探索复杂适应性系统的本质特征。”约翰·卡斯蒂是一位数学家、作家兼学院的研究员。

卡斯蒂认为我们今天所面临的问题与17世纪的赌博者试图在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赌局未完的状况下分割赌金是一样的。帕斯卡和费马看到了问题的症结所在，并开发出现在被称之为概率论的数学原则。卡斯蒂说："复杂适应性理论仍有待自己的帕斯卡和费马的出现。"

在错综复杂的世界里投资

本杰明·格雷厄姆从跨学科的角度看待总体世界，特别是看待投资。对格雷厄姆进行过研究的人都知道他不仅是一位伟大的金融思想家，同时也酷爱哲学和经典著作。尽管他对普通股投资的分析使其闻名世界，他的贡献还包括他对货币与商品的论著。《库存与稳定》(*Storage and Stability*) 和《世界商品与世界货币》(*World Commodities and World Currencies*) 都展示了格雷厄姆的世界观。麦克尔·莫布森说："本·格雷厄姆是一位了不起的老师，也是一个全面发展的人。他对世界的跨学科欣赏态度，使得他的证券分析课程内涵更加丰富。"莫布森目前正在教授格雷厄姆开创的"证券分析"课程。

在哥伦比亚大学，莫布森教授不仅教授基础金融模式，同时也研究其他学科的其他模式。通过这样做，他希望启蒙学生们将跨学科领域的模式应用到投资领域。莫布森解释说："随着时间的推移，由于世界经济和社会经济条件的大背景的转变，我们的思维模式必须随之发展。"30年前，技术在投资思维上并没有以任何有意义的方式表现出来，但今天技术已占有突出的位置，而且莫布森认为，这种突出的位置要求我们发展我们的思维模式以便更好地理解周围的世界。"踩在巨人的肩膀上，建立新千年的思维模式。"莫布森努力帮助他的学生将旧的平衡模式与更加富有活力的模式区分开，并试图在二者的交汇处了解世界的真正运行方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

莫布森说："我的直觉告诉我，复杂适应性系统是一个了解资本市场运作方式的有效途径。随着人们对复杂适应性系统认识的加深，我相信，投资者将会对市场的实际运作有更好的描述。"

分析市场的运作与试图预测市场是两码事，了解这点很重要。我们已经接近了解市场行为的边缘了，但我们还不具备任何预测市场的能力。复杂适应性系统带给我们的教训是市场在不断变化，它顽固地拒绝被预测。

莱格·梅森公司的比尔·米勒说："我们认为经济实在是太复杂了，以致无法预测。靠与经济预测或市场预测保持一致，将永远不会增加你的证券投资的价值。"米勒与巴菲特一样从来不让预测影响他对个股的决策，但预测也没能阻止他对市场行为的研究，米勒说："我们花了很多时间试图理解学术界对市场研究的最佳思路，其中对我们有所帮助的部分是理解复杂适应性系统，因为它与市场和行为金融学密切相关。"

比尔·米勒对圣菲研究院的了解源于詹姆斯·格雷克（James Gleick）写的一篇无秩序理论的文章。詹姆斯是《纽约时代周刊》（*New York Times*）的科学栏目作家。米勒由此开始思考对复杂适应性理论的研究能否使他对投资产生真知灼见。1991年，他的工作使他开始与花旗公司总裁约翰·瑞德（John Reed）取得联系，约翰·瑞德后来为圣菲研究院的经济学项目提供了基金。

米勒解释说，投资的问题在于投资圈里的每个人都在相同的圈里转，他们读相同的研究报告和书籍。投资者都从相同的渠道获取同样的信息。而在圣菲研究院，米勒阅读研究复杂适应性系统的科学家们的书籍和论文。米勒说："他们的研究为我这样的从事实际商务的人员提供了洞察力。研究人员的工作并不是帮助我们打败市场，而是愉快地谈论他们的研究工作。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

今天，作为圣菲研究院董事会的财产托管人，米勒坚信他在圣菲的经历为他打开了思维的全新领域。他说："经济体系就像在圣菲研究院被研究的其他复杂适应性系统一样，是一个多能因环境，并具有许多地方法则和反馈环路。这些系统的组成部分和预报性能因被研究院的研究者'认识'之时，就是我们将它们应用到我们所做的投资领域之日。它已经帮助我们放弃简单的模式，而更具创造性地思考市场的错综复杂性。"

例如，经济经常被视为一个林间居住地。在此，竞争者们为了在市场上生存，彼此残酷地拼杀。然而生态学家的研究显示，也有许多实例证明不同生物之间可能和平共处而并非刀枪相见。在一本由研究院写成的有关复杂系统的书中，生态学家注意到，两只鸟虽共食同种食物并被认为彼此争斗，却能相安无事地共同栖息在一棵大树上，一个以树的上端为家，另一个则以树的下端为巢。

读到这里，米勒开始联想到计算机行业以及存在于戴尔和康柏之间的血腥竞争。米勒想："康柏未必与戴尔计算机形成直接竞争。竞争的活力远比许多人意识到的要复杂得多。事实上两家公司在市场上都有各自的可满足的利基市场。"

米勒还相信，投资者需要用不同的思维方式来看待今天的股市。他指出，标准普尔 500 指数包括了许多具有不同金融特色的高科技公司，今天的市场构成与 20 世纪 60 年代已完全不同（见表 8-3）。1964 年，技术公司仅占标准普尔 500 指数权重的 5.5%，而基本原材料公司则占 16.5%。今天，这两类产业公司的比例构成几乎换了位置。基本原材料公司的比例收缩到 6.9% 而科技公司扩大到 12.0%，而且还在继续增长。还有其他的差异，在 20 世纪 60 年代，基础设施和石油公司占了综合指数的 37%，今天，这两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组公司占 19%。金融和健康保险公司过去在指数中几乎无足轻重，现在则占据了 1/4 的综合指数。

表 8-3 标准普尔 500 综合指数：这不是你父辈时的指数

部门	资本权重（%）	
	1964 年	1996 年
金融	2.0	14.6
健康	2.3	10.7
非耐用消费品	9.0	12.8
消费服务	6.3	9.7
耐用消费品	10.8	2.7
能源	17.8	8.9
交通	2.6	1.6
技术	5.5	12.0
基本原材料	16.5	6.9
资本品	8.0	9.9
基础设施	19.2	10.2
总体	100.0	100.0

比尔·米勒说：“许多投资者仅使用历史评估方法或模式来决定股票什么时候便宜，什么时候贵，但历史评估方法的问题是对周边一切的依赖性。这就是说对个股的衡量取决于某一特定经济环境：某股的资本回报，某企业的经营状况以及战略实施。”换句话说，历史模式只有在公司和行业运转的环境与评估方法建立之初的环境相似的条件下方可奏效。我们今天所见到的环境与 20 世纪 60 年代相比，不仅各个公司本身发生了很大变化，而且投资者用来比较它们的指数也截然不同了。

股票市场里有成百万的投资者、商人和投机家，他们做出几十亿个决策，而股市就是对这些决策累计行为的反映。所有决策都是独立于他人做出的。每个人对市场的看法都是片面的，但都基于相同的信息。当所有这些能因彼此相互作用时，一个市场就形成了。在复杂适应性系统里，我们无法仅依照对个别能因的调查

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而对市场的未来进行预测。在复杂适应性系统里，总体的力量比部分之和要大得多。

有时，部分行为形成一种趋势。然而，由于每个单一能因仅有有限的知识，每个人都看到了趋势，但没有人能解释趋势是由什么引起的。由于市场上的所有能因都彼此呼应，一个价格趋势就形成了。正是这个趋势带领人们进行各种预测。例如，某种股票在某一交易区间内将会下挫，这一趋势诱使交易者重复买和卖的格局。米勒解释说，在某点上一些没有被认清的行为方面的小小变化悄悄地、慢慢地潜入市场，最终一个关键的时刻来临了。莫布森教授将市场上的这种变化比喻成一个沙堆，它是经由缓慢的但却稳定的沙漏逐渐形成的。莫布森解释说："每堆沙子就像一个单独的能因，作为个体它们并不重要，但它们与其他沙堆一起形成累计效果。一旦这些沙堆堆到某一关键点，整个系统将失去平衡。"其结果将如冰雪崩落。

微小的变化总是在悄无声息地潜入市场。米勒解释说："令投资者感到害怕的是，旧趋势的崩落丝毫没有外界事件的简单预兆。投资者在毫无准备的情况下就被卷了进去，因为所有的信息投入都小到不足以引起投资者的重视。"

投资者总是打保票地认为某种股票或某个市场从整体上将回落到平均线——它将跟随某种可预测的定数格局走，但平均线是不稳定的，它基于成百万投资者的不同预测的决策之上，而这些投资者又根据其他决策不断调整自己的决策，所以平均线总是在不断移动变化。米勒谨慎地认为将决策基于固定模式之上承受着许多风险。"你认为市场只是一个简单的线性状态，但市场是非线性的、复杂的、适应性的，所以，只有当市场突然停止运作时，你的系统才管用。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对格局的重新认识

“人的大脑中的某种物质使得它注定要发现某些格局，不管这些格局是真实存在着还是凭空想象出来的，但这与基础无序理论是背道而驰的。”上述这段话出自一本由乔治·约翰逊（George Johnson）所写的可读性很强的书《思想火花》（*Fire in the Mind*）。这段话反映出所有投资者面临的进退两难的境地。约翰逊争辩道，人的大脑渴求格局，格局意味着秩序，秩序使我们可以制订计划并利用资源，但是这种对秩序的自然驱动力，在我们研究市场时蹦到了极限。布瑞恩·阿瑟说：“如果你真拥有复杂系统，那么具体的格局是不可重复的。”

假如圣菲研究院已研究了足够多的复杂系统，它将允许我们通过比较的方式观察某种复杂系统的行为，但在它做此事之前我们注定要与目前的市场为伍，这个市场表现出有限的几种行为格局，且这些格局经常被意外的且有时是剧烈的变化所打断。不管你喜欢与否，我们生活在一个不断变化的世界里，它就像一个万花筒，世界变化的格局可能有某种秩序，但从来不按照固定的顺序重复变化。变化的格局永远是新的、不同的。

投资者在一个缺乏格局认识的世界里该如何应对呢？通过研究正确的部位和正确的层次。尽管经济和市场总体来说是复杂和庞大的，以至于我们无法预测，但是在公司这一层面的格局是可以被认识的。在每个公司的内部都存在着公司格局、管理格局以及金融格局。假如你研究这些格局，多数情况下你对公司的未来可以做一个合理的预测。沃伦·巴菲特集中全力研究的正是这些格局，而不是几百万投资者的不可预测的行为格局。他说：“我一直觉得受基本原理的支配来估算权重，要比受心理学的支配来估算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投票容易得多。"

巴菲特说："我们将继续忽略政治和经济预测，它对许多投资者和商人来说都是十分伤神的事情。30 年前，没有人能够预见到越南战争的扩张、物价与工资的调控、两大石油危机、一位总统的辞职、苏联的解体、道琼斯指数一天跌破 508 点，以及国库券的收益率在 2.8% ~ 17.4% 之间波动。"

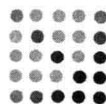
没有预先知道这些事情的发生并不能阻止巴菲特取得过人的投资业绩。巴菲特说："所有这些巨磅炸弹级的事件都没有在本·格雷厄姆的投资原则中留下任何痕迹，它们对我们低价购买良好企业也没有产生任何不利影响。假若我们让这些不可知的恐惧拖住手脚或改变资金的使用，你可以想象一下我们要付出的代价。"

一个人的思维方式会在语言方式中表达出来。如果投资者们想到某种格局，不管他们对格局的认识有多少错误，他们都会参照对格局的认识而行动。圣菲研究院的好处是它帮助你认识到市场不是什么。一旦你认识到市场是一个复杂的适应性系统，你会自愿地放弃预测的想法，你也会明白市场将逐步达到其繁荣与萧条的关键点。

巴菲特解释说："在今后 30 年里，一系列不同的大事肯定会发生。我们既不要试图预测这些事件，也不要试图从中获利。只要我们找到同我们过去购买的公司相似的企业，外部的意外事件将会对我们的长期结果产生极小的影响。"

下次当你被诱惑相信你已最终找到一种为实现利润而可被重复使用的格局时，记住每日在圣菲研究院工作的科学家们。下次，当你被市场的不可预测性惊得目瞪口呆时，记住巴菲特说的话："面对两种不愉快的事实吧：未来是永不明朗的，而且在股市上要达到令人愉快的共识，代价是巨大的。不确定性是长期价值购买者的朋友。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第9章
Chapter9

创造击球佳绩的球员在哪里

棒球的首要规则是捡好的球击打。

——罗杰斯·霍恩斯比

华章经典·金融投资
HUAZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1996 年，一位著名的生物学家、多产作家、美国棒球队的终生追随者斯蒂芬·杰伊·古尔德（Stephen Jay Gould）出版了《满堂红：从柏拉图到达尔文对卓越的传播》(*Full House: The Spread of Excellence from Plato to Darwin*) 一书。古尔德被复杂的生命本性所吸引，他认真地研究不同复杂系统的差异。在这本具有启发性的书里，他除了谈论其他事物以外，还谈到了美国主要棒球联队击出 .400 这一好成绩的消亡。

他在这本书中写道，在 1901~1930 年的 30 年间共有 9 个赛季，其中每个赛季中都至少有一名棒球队员击出了高于平均击球水平的 .400 的好成绩，但在以后的 68 年里，仅有一名棒球队员达到了此种里程碑式的成绩。泰德·威廉姆斯（Ted Williams）在 1941 年击出了 .406 的成绩。

从这些统计数据中，我们或许可以得出结论：随着时间的推移，击球的技巧退化了，但是古尔德却希望我们考虑到统计数据的误导性，他认为有另一项因素在发挥作用。棒球队员的击球技巧并未退化，相反，是总体防守的能力增强了。投手投出的球更加复杂多变，守队一方队员的防守技巧更佳了，而且守队总体防制强攻的能力也大大增强。古尔德解释道："随着棒球队的整体技巧的提高，钟形曲线的右尾向左移动，右尾部的差异亦缩小。精彩比赛的结果是 .400 这一成绩的消失。"

彼得·伯恩斯坦是《证券投资管理杂志》的主编和创始人，两部优秀金融著作的作者。两部著作的书名为《资本观念：现代华尔街未必是这样起家的》(*Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street*) 和《与天为敌》(*Against the Gods: The*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Remarkable Story of Risk）㊀。伯恩斯坦将古尔德对 .400 这一成绩的观点应用到证券管理企业当中。他说："证券券商的业绩数据表明，他们的业绩格局与棒球中所发生的击好球的格局惊人的相似。"伯恩斯坦分析道，专业券商中取得高于平均业绩的人越来越少，这是投资管理人员不断提高其教育和知识水平的结果。随着越来越多的投资者改进其投资技巧，几位超级明星打破业绩纪录的概率也随之降低。

这是一个非常有趣的类比。如果我们对此论点进行跟踪，我们可以得出结论，像沃伦·巴菲特这样重量级的击球手将逐步被有效市场中的信息灵通、头脑聪慧的其他投资者所取代。确实，伯恩斯坦指出，伯克希尔－哈撒韦的业绩纪录与标准普尔 500 综合指数相比，它在 20 世纪 60 年代和 70 年代的业绩要比 80 年代和 90 年代的业绩好。然而，我认为考虑到目前股市的竞争激烈程度以及伯克希尔公司庞大的资金底数，这些都已成为比较伯克希尔公司业绩的障碍，所以沃伦·巴菲特仍可当之无愧是优秀的 .400 击球手。

成为一名 .400 击球手

在一篇题为"哦！去年创造 .400 成绩的击球手，你在哪里？"的文章中，伯恩斯坦故意在业绩假设中将后门洞开。他写道，要想成为一个 .400 的击球手，证券券商必须愿意实施集中投资策略，这种赌法是取得高回报目标的必要条件。伯恩斯坦认为，过分追踪失误的风险和高标准偏差只会阻止证券投资者选择集中证券投资。这点我们姑且不考虑，事实仍然是：集中投资者有最大的击

㊀《与天为敌》中文版已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

败市场平均回报率的机会。

如果我们打开伯恩斯坦的后门向外看去，我们会看到谁呢？约翰·梅纳德·凯恩斯、菲尔·费舍尔、沃伦·巴菲特、查理·芒格、罗·辛普森还有比尔·罗纳，这并不令人奇怪。正如年轻的新棒球手专注地观察泰德·威廉姆斯打球一样，我们通过研究 .400 击球手的挥棒动作以及击球姿势会学到很多的东西。正如巴菲特曾经说过的：“关键是找出谁将是被棒球手攻击的对象。”

成为击出好球的证券券商

- 将股票视为企业。
- 增加你投资的规模。
- 降低证券换手率。
- 开发其他业绩衡量尺度。
- 学会用概率的方法来思考。
- 学会认识判断失误心理。
- 忽视市场预测。
- 等待最佳击球机会。

将股票视为企业

巴菲特说：“在我们看来，投资学生仅需学习两门课程，一门为如何评估企业，另一门为如果看待市场价格。”

任何人想效法巴菲特的投资策略都必须首先将股票视为企业。“每当查理和我为伯克希尔购买普通股时，我们对待交易的态度就好像在购买一家私营企业。我们研究企业的经济预期，研究执掌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业的管理人员以及我们可能支付的价格。”本书的第 1 章对巴菲特投资原则进行了总结。

巴菲特解释说：“作为投资者，你的目标就是以一种合理的价格购买你容易理解的企业的部分股票。这个企业的收益肯定将在 5 年、10 年、20 年内比其他企业的收益高得多。渐渐地，你会发现满足你要求的企业屈指可数，所以你一旦发现符合你标准的企业，你就应当购买可观数量的股票。”

增加你投资的规模

巴菲特承认：“我投资的企业一般都占我净资产的 10%，少于这个数量我就不愿意买了。如果我不愿意投入那么多，这说明这个购股想法也不怎么样。”

投资者应该拥有几种股票呢？巴菲特会告诉你这取决于你的投资战略。如果你有能力分析和评估企业，你不需要拥有太多的股票。巴菲特认为，只有那些对自己在做什么都搞不清楚的投资者才需要广泛多元化的投资战略。

作为企业的买主，没有哪条法则规定你必须拥有所有主要行业的部分企业。同样，你也不需要在你的证券投资组合中拥有 40、50 或者 100 种股票来实现足够的多元化。如果一家企业的所有者可以舒舒服服地拥有 10 家分公司，为什么普通股拥有者不能这样做呢？

广泛的多元化是一把双刃剑。如果投资者没有分析企业的技巧，那么多元化证券组合如指数基金就是正确的行动方向。然而我们也知道，过度多元化实际上影响了聪明的选股者的投资业绩，因为它限制了个股购买的数量，甚至连现代金融的先行倡导者们都已发现“拥有 15 种股票可以取得平均 85% 的多元化程度，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拥有 30 种股票则可取得平均 95% 的多元化程度。”巴菲特让我们考虑这样一个问题：如果你拥有的最佳企业承担最小的金融风险但却有最优秀的前景，你为什么要将钱投放到第 20 位优秀的企业里，而不将钱投放在顶级优秀的企业上呢？

降低证券换手率

经常性的买卖将帮助改善你的证券投资组合，这种想法是错误的。我们已经知道，证券换手产生了交易成本，降低了你的整体利润。对于需缴税的投资来说，高换手率的后果是十分有害的。每次股票出手，假设交易赚取了一定的利润，你必须以税收的形式摒弃部分利润。记住，股本中未实现的资本收益只要你持股一天就会保留在你手中一天。假设持有这家公司的投资基本原则并未改变，通过持有资本收益，你就能够使你的净收益以强有力的方式按复合形式增长。

你应当像拥有这家公司的首席执行官一样对待你持有的证券。巴菲特说：“一个拥有超长期经济效益分公司的母公司，是不会将公司的这颗‘皇冠上的宝石’卖掉的。然而，同样是这个首席执行官，却可能冲动地卖掉他私人证券账户里的股票。他的理由是一个简单的逻辑‘获取利润总不会使你破产吧’。”巴菲特解释说：“从我们的观点看，在企业里讲得通的事在股票上也同样讲得通。一个股市投资者随便持有某家杰出公司的一小部分股票，他所表现出来的韧劲和心态应当与完全拥有这家企业表现出的坚韧和顽强一样才行。”

开发其他业绩衡量尺度

集中投资战略是以经济为基础的模式，而不是以价格为基础的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模式。在基于经济价值的模式中，将注意力集中在少数几种股票上，将使你更好地深入了解并监控你拥有的企业。在基于经济价值的模式中，我们认识到，拥有少数几种股票而不是多种股票起到降低整体证券投资风险的作用。价格波动在以经济为基础的模式中是件好事，因为它给你一个廉价购买更多的好企业股票的机会。相反，在以价格为基础的模式中，多元化是广泛性的，所有权是分离式的，价格波动被视为负面影响。

在以经济为基础的模式中你应感到安慰，因为你知道未来的股价与企业的潜在经济效益密切相关。如果企业的经济效益改善了，股价将会攀升；如果企业的经济状况恶化了，企业的未来股价将会跌落。

在这个框架下，你具有赢者的优势，即你拥有高成功概率，而另一种模式（总是试图正确猜出短期股价的方法）则是一个输者的游戏。正因为以经济为基础的模式不以短期价格变动作为衡量进步的尺度，所以它并不意味着集中投资者没有衡量业绩的方法，它仅仅意味着我们需要使用一把不同的量尺。

集中投资者可以通过计算全面收益来衡量他们的投资进展，巴菲特就是这样做的。为了计算你们公司的整体收益实力，你可用每股收益乘以你拥有的股数。巴菲特解释说企业拥有者的目标是创立一个证券投资组合，这套组合在10年内将产生最高水平的全面收益。

学会用概率的方法来思考

我们已经知道沃伦·巴菲特是桥牌的疯狂爱好者。如果他和查理·芒格认为在桥牌和投资之间有许多可比之处，你也就不用感到奇怪了。查理说：“我们对待投资的战略与我们解决桥牌问题的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方法是一样的，都是通过估算真正的概率。”

巴菲特最喜欢的桥牌书是西蒙（S.J. Simon）写的《你为什么会在打桥牌时输》（*Why You Lose at Bridge*），它包含了一些集中投资者应熟记于心的真知灼见。西蒙说：“玩桥牌的人中真正费力气花时间去学习桥牌中出现的数学原理的人少之又少，除非是专业桥牌玩家，其实带给他大量利益的不是他的高超技巧，而是他对数学的超级意识。”

任何扑克游戏，不管是桥牌、纸牌还是 21 点，其实都是数学问题，投资也一样，但请记住，投资中的数学并非是难不可及的。贝叶斯概率推理中包含的代数知识是高中水平的。当然，在投资中纯数学的应用要以主观概率分析作为补充，所有这些技巧均来源于你的商业实践。巴菲特说，在很多时候他是一个好的投资家是因为他是一个商人；他是一个好的商人，是因为他是一个投资家。

当你花费更多的时间将股票看成是企业，如研读它们的年度报告、专业杂志，调查企业的经济状况而不是股价时，概率观点就会很自然地出现。连你自己都会感到惊讶，你能够这么快地看出在每日股价变化之下潜存着的企业格局。巴菲特指出：“你的确可以看到某些企业格局或企业行为的重复出现，但华尔街偶尔也会忽略它们。”

如果你是将注意力集中在潜在企业经济格局的那类投资家，你会发现你更容易以概率的方式思考，这将给你带来巨大的竞争优势。西蒙说，不管怎样，阻止一个好的桥牌玩家成为伟大的桥牌选手的原因正是他对数学的漠然。

学会认识判断失误心理

布莱斯·帕斯卡是概率论的创始人之一。他说：“人的头脑在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

某一时间既可能是万物之灵，也可能极其愚钝。”查理·芒格对投资和投资心理也写下了他的观点，这些观点对投资者也有很大帮助。他说：“人的头脑既有强大的动力，也会发生运转失误，它导致我们得出错误的结论。”

投资中的心理状态是极其重要的。我们可以搞清经济状况，也可以算对概率，但如果我们允许我们的感情超越理智的判断，我们将无法靠集中投资战略获取利润，也无法靠任何战略获取利润。

集中投资战略并非是适合所有人的战略，记住这一点很重要。集中投资的独特风格经常与多数人对投资的看法相矛盾。查理说：“每个人都必须从边际效用的角度来进行投资游戏，其中必须考虑到他自己的心理状态。”根据查理的说法：“如果损失会使你感到难过，有些损失是在所难免的，你不妨采用非常保守的投资方式以保持你的寿命。”

巴菲特对此表示赞同。巴菲特说，只要你有长期投资的眼光，集中投资的风险“就成为你自己的风险，这个风险就是你是否能够保持你对企业真实状况的信念，而不太关心股市的情况”。

忽视市场预测

在1997年年底，谁能猜到日本作为世界第二号经济大国，会陷入第二次世界大战以来最严重的衰退谷底？谁能够预测到俄罗斯会在债务问题上拖欠不履行职责，而东南亚市场则在内部爆炸？又有谁能预测到道琼斯平均指数在6个星期里暴跌1800点，又在以后的短短3个月内再创新高？

答案是：没有谁预测到这些结果。即便有人声称他们预测到了，他们做出第二次准确预测的概率要小于他们掷硬币成功的概率。股票市场（作为世界经济的一部分）是一个复杂的适应性系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统，它处于永远发展变化的状态下。简单的预测系统从短期来看可能会生机勃勃，但它最终会失败。你可能受到预测模式的诱惑而忍不住去拥抱它们，但这是莽撞的举动。

巴菲特说股市经常是高效的。当它处于高效状态时，信息在市场上随处可得，投资参与者快速行动制定股价，但是请注意，他没有说股市永远都是高效的。市场投资者制定的价格与企业内在价值不完全相符的情况时有发生。股价与企业内在价值脱离的原因是各种各样的，包括心理反应过度和经济判断失误。集中投资者处于有利的地位，可以充分利用这种价格错位，但如果他们将宏观经济预测或股票市场预测在某种程度上包括在他们的模式中，他们的竞争优势就会减弱。

等待最佳击球机会

泰·科布（Ty Cobb）曾说过：“泰德·威廉姆斯见过的棒球比任何在世的人都多，但他需要等待一个完美的击球机会。”这个近乎苛刻的原则可以解释为什么威廉姆斯是过去 70 年里唯一取得 .400 佳绩的击球手。沃伦·巴菲特对泰德·威廉姆斯敬佩有加，在好几次场合，他与伯克希尔的股民分享威廉姆斯的近乎苛刻的原则。在《击球的科学》(*The Science of Hitting*）一书中，威廉姆斯解释了他的击球技巧。他将棒球场的击球区划分成 77 块小格子，每块格子只有棒球那么大。巴菲特说：“现在，当球落在‘最佳’的方格里时，挥棒击球，威廉姆斯知道，这将使他击出 .400 的优绩；当球落在‘最差’的方格里时，即击球区的外部低位角落时，挥棒击球只能使他击出 .230 的成绩。”

威廉姆斯击球的忠告与投资的可比之处是很明显的。对巴菲特来说，投资是一系列“商业”击球，要取得高于平均水平的业绩，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他必须等待直到企业进入“最佳”击球方格里才挥棒。巴菲特认为投资者经常对坏球挥棒，他们的业绩也因此受到影响。或许并非投资者认识不到已经来临的一个好球——一个好的企业，困难之处在于投资者总是忍不住要挥棒击球。

我们怎样克服这种两难窘境呢？巴菲特建议投资者每次行动就好像持有一张“终生决策卡”，上面最多只能有20个孔。你一生只能做20次投资决策，每次挥棒，你的卡上就会打一个孔，你的余生就少一次投资机会，这会迫使你寻找最好的投资机会。

当球又低又在击球区域之外时，不要试图挥舞你的球棒。威廉姆斯为了等待最佳时机，冒着三振出局的风险。从这点上讲投资者的日子要好过得多。巴菲特说，与威廉姆斯不同，“我们不会因放弃落在击球区以外的三个坏球而被淘汰出局。”

集中投资者的责任

在你放下此书之前，你应该认真地考虑一下我们下面要说的话，这一点至关重要。我们建议将《沃伦·巴菲特之路》与《巴菲特的投资组合》两本书放在一起作为投资者的指南，就像拥有法拉利汽车手册一样，但你要想让这辆高性能跑车具有跑出每小时200英里的性能，你必须对它负责任并安全驾驶。较英明的做法是你不仅阅读汽车手册，而且按照手册上的黑体字行事。同样，如果你准备系上集中投资这条安全带，我就为你提出下列忠告：

- 除非你愿意将股票看成是企业所有权的一部分，而且自始至终都这样认为，否则你不要踏入股市。
- 做好刻苦研究你拥有的企业以及你拥有企业的竞争

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对手的准备。你应当做到没有人比你更了解这家企业或这个行业。

- 除非你愿意进行5年以上的投资，否则不要实施集中投资战略。长期的投资时限会增加投资的安全性。
- 永远不要举债进行集中投资。一个不靠举债进行投资的集中投资将会使你尽快达到目标。请记住，银行突然要求提前偿还部分欠款的通知对一个结构良好的证券投资组合具有毁灭性的意义。
- 驾驭集中投资需要正确的心态和性格，投资者要满足这种需求。

作为集中投资者，你的目标是达到对你的企业的了解程度超过所有华尔街的投资者。你可能会反对说这是不现实的，但想想华尔街所倡导的精神，它可能没有你想的那么难。如果你愿意努力工作并尽可能多地了解你的企业，你很有可能会比一般投资者知道更多企业的情况，这就是你获得竞争优势所需的全部。

巴菲特说，他的投资策略并非超出一般认真从事投资业的人的理解范围。我承认，要想从集中投资策略中获益，你无须是MBA水平的企业评估家，然而，它的确需要你花时间去研究。正如巴菲特所说：“投资比你想象的要简单，但也比它看上去的要难。”成功的投资家不需要学习高难度的充满希腊符号的数学；你不必学会破译衍生工具和了解国际货币的波动；你不需要深刻了解美联储的政策；你当然更不需要跟着市场行情预测者每日的陈词滥调走。

有些投资者宁愿闲聊“市场的举动”，也不愿花力气去读企业的年度报告，但请相信我，对市场未来走势和利率的“酒会闲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谈”绝不会比你花30分钟阅读你拥有的公司提供的最新资料更有益。

为什么华尔街忽视集中投资

令人感到惊奇的是，在一个以仿效成功而著称的行业，到目前为止华尔街还是对集中投资弃之不理，尽管集中投资的实施者们已取得了不同凡响的结果。查理·芒格说：“我们的做法（集中证券投资）虽然简单，但并没有被广泛效法，我不知道这是为什么。它已被伯克希尔的股民们仿效，你们所有的人（股民们）已经学会了，但是它在投资管理界，甚至在有名望的大学和其他学术机构里都没有成为标准的做法。这就产生一个非常有趣的问题：假如我们是对的，为什么这么多有名望的机构都错了呢？”

查理提出了一个根本性的问题：为什么人们拒绝我们的观点？特别是我们要问，当这些观点似乎行得通并创造了成功时，人们为什么要拒绝呢？最当之无愧地能回答这个问题的人是托马斯·库恩（Thomas Kuhn）。

逝世于1996年的库恩既是一位物理学家，又是一位哲学家。他在1962年发表的著作《科学发展的构架》（*The Structure of Scientific Revolution*）虽然称不上是20世纪后半叶最具影响力的哲学著作，但亦被认为是最具影响力的哲学著作之一。这本被售出100万册以上的书引入了范例这一概念，以及人们现在熟知的词汇“范例转移”。

库恩争论的观点是：科学的进步并不总是一帆风顺的。尽管我们可能会认为科学的发现是在原有的坚实的大厦上添砖加瓦的过程，库恩却向我们显示出，科学的进步经常是从危机开始的——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先推翻原来流行的模式或范例的学术构架，然后再重新建立起全新的模式。

历史似乎证实了库恩的理论。哥白尼的日心说代替了地心说的理论，爱因斯坦的相对论推翻了欧几里得的几何学。库恩解释说每次在新范例转移之前都有一段危机时期。有些人认为目前学术界在广泛的多元化与集中投资战略之间的拉锯战就属于危机时期。

库恩的观点是，范例转移发生的首要征兆是有违反常规的事情被引入其中。巴菲特说："我一直觉得违反常规这个词十分有趣，因为我觉得哥伦布就是一个违背常规的人，至少在短期内他被认为是这样的。违背常规的事意味着学术界人士无法解释的事。他们不去重新检验他们的理论，而是简单地将这类事情斥之为违背常规。"

多年来，学术界人士一直企图将巴菲特作为违反常规者对待，统计学家也称之为5-∑事件。在他们看来，巴菲特是如此之不寻常，他的成功是如此之罕见，以至于谁要仿效他的成功只能要靠运气。有些经济学家使用古典大猩猩类比法：如果你将足够多的大猩猩放在一间屋子里，从统计学上讲其中一只一定会发生"巴菲特现象"。即便如此，你又如何解释约翰·梅纳德·凯恩斯、菲尔·费舍尔、查理·芒格、罗·辛普森以及比尔·罗纳的成功呢?

新范例开始成形的主要原因之一是旧的范例开始崩溃。这时旧范例的倡导者们赶快拿出胶条竭力修补挽救他们的模式。当托勒密的天动说不再能解释天体的运动时，天文学家们只是简单地在旧模式里加几道圈以解释天空中发生的现象。他们坚持说托勒密并没有错，模式只是需要改进而已。

你可能会认为，在当今世界上，科学家们随时准备接受新信息甚至是彼此矛盾的信息，然后依照逻辑的方式建立新范例。库

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恩说没有比这个想法更脱离实际的了。“尽管他们（目前范例的倡导者）可能对旧范例也开始失去信心，并开始考虑其他的可能性，但他们不愿放弃导致他们进入危机的旧模式。”在为宣传目前的模式投入了大量的人力和物力之后，轻易接受一个范例转移的观点不论在学术上、感情上和财力上都是一项不值得冒的风险。

在历史上，当范例转移真的发生时，一般都延续几十年，包含几代人的参与，这就使他们有足够的时间教育新倡导者。当旧范例已完全不合时宜并已达到无法否认的情况下，在地平线上就会出现一批不可阻挡的新范例的倡导者。当范例转移完成时，新范例倡导者所面临的最大挑战是，他们怎样才能在敌视他们的成功的环境里生存下去。

库恩告诉我们，在范例危机中求生存需要信念和敢于挑战的精神。我建议巴菲特派的超级投资家们表现出这两种精神。考虑到他们的成功程度，我们这些人跟在他们后面也绝不会差到哪儿去。

投资与投机

伟大的金融思想家们，包括约翰·梅纳德·凯恩斯、本·格雷厄姆，还有沃伦·巴菲特，都对投资与投机的区别进行过解释。按照凯恩斯的观点：“投资是对资产在其整个生命期内的收益进行预测的一项活动；而投机是预测市场心理的一项活动。”对格雷厄姆来说：“投资活动是在全面分析的基础上保证本金的安全又能产生令人满意的收益，而不能满足上述条件的活动是投机活动。”巴菲特认为：“如果你是投资家，你会考虑你的资产，即你的企业将会怎样。如果你是一个投机家，你主要预测价格会怎样而不关心企业。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

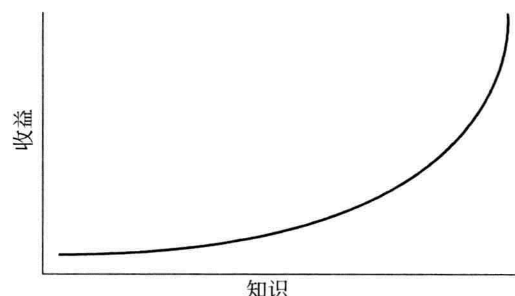
总体来说，他们都同意投机家是全身心地猜测未来股价，而投资家则集中精力关心潜在资产。他们知道未来的股价与资产的业绩密切相关。如果他们是对的，那么似乎当今金融市场上占主导地位的活动就是投机而不是投资。

关于投机还是投资，这是一个古老而又顽固的辩题，双方拥护者都热情而执著。在本·格雷厄姆去世前，他单独接受了查尔斯·艾利斯（Charles Ellis）的长时间采访。艾利斯是格林威治合伙公司（Greenwich Partners）的合伙人之一，也是《在输家游戏中获胜》（*Winning the Loser's Game*）一书的作者。艾利斯在1976年为《金融分析家杂志》做专访，在那次采访中，艾利斯忆及他与格雷厄姆就投资与投机辩题进行的讨论。根据艾利斯的说法，投机观念本身并不使格雷厄姆感到困惑，格雷厄姆解释说在股市上投机者总是占一部分。令格雷厄姆感到极度不安的是，他认为投资者已在不知不觉中养成了投机的习惯。

或许我们看待问题的方法不对，让我们不要就投资与投机的概念问题大叫大嚷，争吵不休了，或许我们可以更多地关心一下知识因素。我认为应该更深刻地了解企业的运作方式以及股价的表现方式；应该开始了解集中投资战略与广泛多元化战略完全不同，它能够给你最高的战胜指数基金的机会；应该明白高换手率的证券投资会增加投资成本而低换手率的投资会增加潜在的收益；要知道对股价的追随是傻瓜的游戏。随着对上述这些知识的了解，投资者将开始砌起知识的砖墙，它们会推动你远离投机的方向而朝着投资的方向迈进。

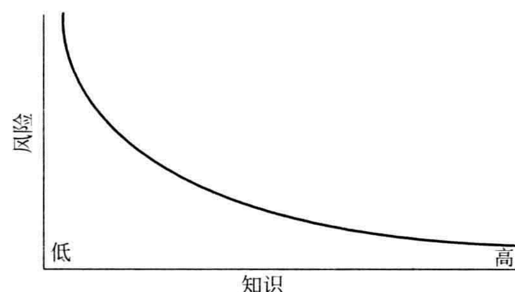
我们可以肯定地说知识起到增加投资收益的作用（见图9-1），还起到减小总体风险的作用（见图9-2）。我们还可以通过用知识来为投资和投机的差异进行界定以证明自己是正确的（见图9-3）。最终，你的知识水平越高，你将越不容易被纯投机心理所控制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



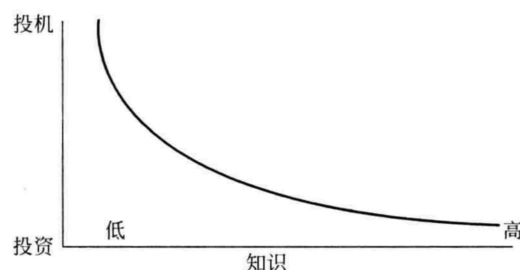
随着知识的增长，收益水平也随之增长

图 9-1 知识与金融收益的关系



随着知识的增加，风险水平逐步降低

图 9-2 知识与风险的关系



随着知识的增加，投资相对于投机的使用亦增加

图 9-3 知识与投资 / 投机的关系

才华横溢的金融作家朗·切诺（Ron Chernow）声称："金融系统反映了社会的价值观。"我认为这在很大程度上是对的。我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

似乎经常在社会准则上出现失误，从而使我们的市场屈从于投机势力。不久我们会更正我们自己的行为，继续我们的金融步伐，但会再次跌倒并重新回到具有毁灭性的习惯上。停止这种邪恶怪圈的方法之一是教育自己，使自己懂得什么是行得通的，什么是行不通的。

向最棒的人学习

在不久前伯克希尔－哈撒韦公司的一次会议上，巴菲特和芒格被问及他们两位伟人造就一代新投资家的可能性问题，而这恰恰是在过去20年里，俩人一直在做的事情。伯克希尔－哈撒韦的年度报告以其清晰、不含任何繁文缛节和极具教育价值而闻名。任何有幸参加伯克希尔－哈撒韦年会的人都非常受启发。(那些不能亲临参会的人可以从巴菲特以及芒格的讲话中受益。其他关于他们的演讲、访谈内容可以从亨利·艾默森（Henry Emerson）在《杰出投资家文摘》上的生动报道中读到。) 通过他们的身体力行以及公开言论，沃伦·巴菲特和查理·芒格已帮助了成千上万的投资者，让他们学会如何思考投资的过程，就像当年他们从他们的老师那里学习一样。

我们了解查理的一点是，他“相信一定要掌握别人悟出的道理中最精彩的部分。我不相信仅靠自己坐下来，就梦想出一切观点。没有人是那么聪明的。”

巴菲特表示赞同。他说：“我学习是靠自己读书，所以我不认为自己有什么独特的观点。当然我谈到阅读格雷厄姆书籍的体会，我也读菲尔·费舍尔的文章，所以从阅读中我得出了许多自己的看法。”据巴菲特说，“你可以从别人身上学到许多东西。事实上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

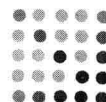
如果你基本上从别人那里学知识，你无需有太多自己的新观点，你只需应用你学到的最好的知识。”

获取知识是人生的旅途。沃伦·巴菲特和查理·芒格从他们的先行者身上获取了大量的智慧，然后按他们的理解将它镶嵌成形，并慷慨地将此成形之物赠予他人——赠予那些愿意学习、愿意敞开心扉以鲜活的思想和冲劲全身心学习的人。

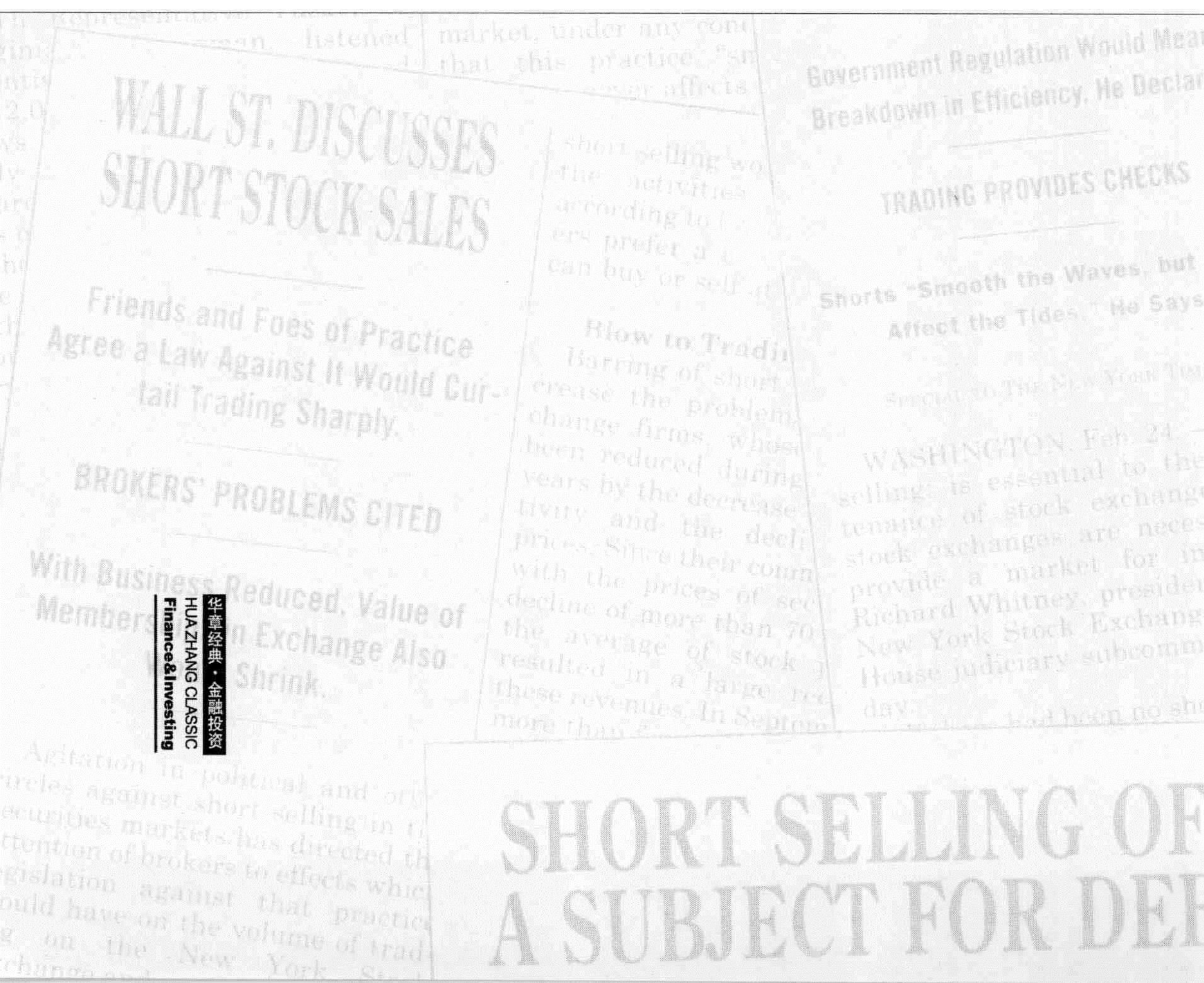
查理曾经说过：“有些人顽固地拒绝学习，这真是件令人匪夷所思的事情。”巴菲特补充道：“更令人感到惊讶的是，当学习对他们自身大有好处的情况下他们还是拒绝学习。”巴菲特然后用若有所思的语气说：“对思考或改变总是存在着巨大的抵抗力。我曾引用过伯特兰·罗素（Bertrand Russell）的一句话，‘多数人宁愿死也不愿动脑子，许多人后来就真的死了。’从金融学的角度看，这句话真是千真万确。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录 A



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A-1~ 表 A-10 展示了伯克希尔 – 哈撒韦公司 1988~1997 年普通股证券投资组合。第 3 章探讨了购买可口可乐公司股票的情况，并将其作为巴菲特“押大赌注”的范例。你可能会发现追踪公司持有的其他股票的分布也是一件有趣的事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A-1　伯克希尔－哈撒韦公司 1988 年普通股投资组合

持股数量/股	公司名称	成本/千美元	市值/千美元	占投资组合百分比(%)	年益收(%)	加权收益(%)	均等加权收益(%)	2%加权收益(%)
3 000 000	大都会/美国广播公司	517 500.00	1 086 750.00	35.6	5.1	1.8	1.0	0.1
6 850 000	政府就业保险公司	45 713.00	849 400.00	27.8	13.5	3.8	2.7	0.3
14 172 500	可口可乐公司	592 540.00	632 448.00	20.7	22.8	4.7	4.6	0.5
1 727 765	华盛顿邮报公司	9 731.00	364 126.00	11.9	13.6	1.6	2.7	0.3
2 400 000	联邦住房贷款抵押公司	71 729.00	121 200.00	4.0		0.0	0.0	0.0
								14.9①
	普通股总数	1 237 213.00	3 053 924.00	100.0		11.9	11.0	16.0

（标准普尔 500 指数的收益　16.6%）

①市场收益(S&P 500)占证券组合的 90%。

资料来源：Berkshire Hathaway 1988 Annual Report.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A-2 伯克希尔 – 哈撒韦公司 1989 年普通股投资组合

持股数量/股	公司名称	成本/千美元	市值/千美元	占投资组合百分比(%)	年收益(%)	加权收益(%)	均等加权收益(%)	2%加权收益(%)
23 350 000	可口可乐公司	1 023 920.00	1 803 787.00	34.8	77.0	26.8	15.4	1.5
3 000 000	大都会/美国广播公司	517 500.00	1 692 375.00	32.6	55.8	18.2	11.2	1.1
6 850 000	政府就业保险公司	45 713.00	1 044 625.00	20.1	24.2	4.9	4.8	0.5
1 727 765	华盛顿邮报公司	9 731.00	486 366.00	9.4	34.6	3.2	6.9	0.7
2 400 000	联邦住房贷款抵押公司	71 729.00	161 100.00	3.1	0.0	0.0	0.0	0.0
								28.5[1]
	普通股总数	1 668 593.00	5 188 253.00	100.0		53.1	38.3	32.3

①市场收益(S&P 500)占证券组合的90%。（标准普尔500指数的收益 31.6%）

资料来源：Berkshire Hathaway 1989 Annual Report.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A-3 伯克希尔－哈撒韦公司 1990 年普通股投资组合

持股数量/股	公司名称	成本/千美元	市值/千美元	占投资组合百分比(%)	年收益(%)	加权收益(%)	均等加权收益(%)	2%加权收益(%)
46 700.000	可口可乐公司	1 023 920.00	2 171 550.00	40.2	22.7	9.1	3.8	0.5
3 000 000	大都会/美国广播公司	517 500.00	1 377 375.00	25.5	-18.6	-4.7	-3.1	-0.4
6 850 000	政府就业保险公司	45 713.00	1 110 556.00	20.5	7.5	1.5	1.3	0.2
1 727 765	华盛顿邮报公司	9 731.00	342 097.00	6.3	-28.4	-1.8	-4.7	-0.6
5 000 000	韦尔斯、法戈公司	289 431.00	289 375.00	5.4	-16.8	-0.9	-2.8	-0.3
2 400 000	联邦住房贷款抵押公司	71 729.00	117 000.00	2.2	-25.4	-0.6	-4.2	-0.5
								-2.7①
	普通股总数	1 958 024.00	5 407 953.00	100.0		2.7	-9.8	-3.9

①市场收益(S&P 500)占证券组合的88%。 （标准普尔 500 指数的收益 -3.1%）

资料来源：Berkshire Hathaway 1990 Annual Report.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A-4 伯克希尔－哈撒韦公司 1991 年普通股投资组合

持股数量/股	公司名称	成本/千美元	市值/千美元	占投资组合百分比(%)	年收益(%)	加权收益(%)	均等加权收益(%)	2%加权收益(%)
46 700 000	可口可乐公司	1 023 920.00	3 747 675.00	42.9	75.4	32.4	10.8	1.5
6 850 000	政府就业保险公司	45 713.00	1 363 150.00	15.6	23.8	3.7	3.4	0.5
24 000 000	吉列公司	600 000.00	1 347 000.00	15.4	81.8	12.6	11.7	1.6
3 000 000	大都会/美国广播公司	517 500.00	1 300 500.00	14.9	−5.5	−0.8	−0.8	−0.1
2 495 2000	联邦住房贷款抵押公司	7 724 500	343 090.00	3.9	188.0	7.4	26.9	3.8
1 727 765	华盛顿邮报公司	9 731.00	336 050.00	3.9	0.2	0.0	0.0	0.0
5 000 000	韦尔斯、法戈公司	289 431.00	290 000.00	3.3	5.3	0.2	0.8	0.1
								26.1①
	普通股总数	2 563 540.00	8 727 465.00	100.0		55.5	52.7	33.5

①市场收益(S&P 500)占证券组合的 86%。　　(标准普尔 500 指数的收益　30.4%)

资料来源：Berkshire Hathaway 1991 Annual Report.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A-5 伯克希尔－哈撒韦公司 1992 年普通股投资组合

持股数量/股	公司名称	成本/千美元	市值/千美元	占投资组合百分比(%)	年收益(%)	加权收益(%)	均等加权收益(%)	2%加权收益(%)
93 400 000	可口可乐公司	1 023 920.00	3 911 125.00	35.1	5.8	2.0	0.7	0.1
34 250 000	政府就业保险公司	45 713.00	2 226 250.00	20.0	64.2	12.8	8.0	1.3
3 000 000	大都会/美国广播公司	517 500.00	1 523 500.00	13.7	17.2	2.3	2.1	0.3
24 000 000	吉列公司	600 000.00	1 365 000.00	12.3	2.7	0.3	0.3	0.1
16 196 700	联邦住房贷款抵押公司	414 527.00	783 515.00	7.0	7.4	0.5	0.9	0.1
6 358 418	韦尔斯＼法戈公司	380 983.00	485 624.00	4.4	34.5	1.5	4.3	0.7
4 350 000	综合动力公司	312 438.00	450 769.00	4.0	96.7	3.9	12.1	1.9
1 727 765	华盛顿邮报公司	9 731.00	396 954.00	3.6	20.4	0.7	2.6	0.4
								6.4①
	普通股总数	3 304 812.00	11 142 737.00	100.0		24.2	31.1	11.4

①市场收益(S&P 500)占证券组合的84%。　　(标准普尔500指数的收益　　7.6%)

资料来源：Berkshire Hathaway 1992 Annual Report.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A-6 伯克希尔－哈撒韦公司 1993 年普通股投资组合

持股数量/股	公司名称	成本/千美元	市值/千美元	占投资组合百分比(%)	年收益(%)	加权收益(%)	均等加权收益(%)	2%加权收益(%)
93 400 000	可口可乐公司	1 023 920.00	4 167 975.00	37.9	8.3	3.1	1.0	0.2
34 250 000	政府就业保险公司	45 713.00	1 759 594.00	16.0	－19.7	－3.1	－2.5	－0.4
24 000 000	吉列公司	600 000.00	1 431 000.00	13.0	6.4	0.8	0.8	0.1
2 000 000	大都会/美国广播公司	345 000.00	1 239 000.00	11.3	22.0	2.5	2.8	0.4
6 791 218	韦尔斯、法戈公司	423 680.00	878 614.00	8.0	73.0	5.8	9.1	1.5
13 654 600	联邦住房贷款抵押公司	307 505.00	681 023.00	6.2	4.9	0.3	0.6	0.1
1 727 765	华盛顿邮报公司	9 731.00	440 148.00	4.0	12.9	0.5	1.6	0.3
4 350 000	综合动力公司	94 938.00	401 287.00	3.6	48.5	1.8	6.1	1.0
								8.5①
	普通股总数	2 850 487.00	10 998 641.00	100.0		11.7	19.5	11.6

①市场收益(S&P 500)占证券组合的84%。　　　　（标准普尔500指数的收益　10.1%）

资料来源：Berkshire Hathaway 1993 Annual Report.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A-7 伯克希尔－哈撒韦公司 1994 年普通股投资组合

持股数量/股	公司名称	成本/千美元	市值/千美元	占投资组合百分比(%)	年收益(%)	加权收益(%)	均等加权收益(%)	2% 加权收益(%)
93 400 000	可口可乐公司	1 023 920.00	5 150 000.00	36.9	17.4	6.4	1.7	0.3
24 000 000	吉列公司	600 000.00	1 797 000.00	12.9	27.4	3.5	2.7	0.5
20 000 000	大都会/美国广播公司	345 000.00	1 705 000.00	12.2	37.8	4.6	3.8	0.8
34 250 000	政府就业保险公司	45 713.00	1 678 250.00	12.0	-2.6	-0.3	-0.3	-0.1
6 791 218	韦尔斯、法戈公司	423 680.00	984 272.00	7.0	15.2	1.1	1.5	0.3
27 759 941	美国运通公司	723 919.00	818 918.00	5.9	12.4	0.7	1.2	0.2
13 654 600	联邦住房贷款抵押公司	270 468.00	644 441.00	4.6	3.2	0.1	0.3	0.1
1 727 765	华盛顿邮报公司	9 731.00	418 983.00	3.0	-3.2	-0.1	-0.3	-0.1
19 453 300	PNC 银行公司	503 046.00	410 951.00	2.9	-23.6	-0.7	-2.4	-0.5
6 854 500	甘尼特公司	335 216.00	365 002.00	2.6	-4.5	-0.1	-0.5	-0.1
								1.1①
	普通股总数	4 280 693.00	13 972 817.00	100.0		15.3	8.0	2.6

①市场收益(S&P 500)占证券组合的80%。　　(标准普尔 500 指数的收益　1.3%)

资料来源：Berkshire Hathaway 1994 Annual Report.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A-8 伯克希尔－哈撒韦公司 1995 年普通股投资组合

持股数量/股	公司名称	成本/千美元	市值/千美元	占投资组合百分比(%)	年收益(%)	加权收益(%)	均等加权收益(%)	2%加权收益(%)
49 456 900	美国运通公司	1 392. 70	2 046. 30	10. 6	42. 8	4. 5	6. 1	0. 9
20 000 000	大都会/美国广播公司	345. 00	2 467. 50	12. 8	44. 9	5. 7	6. 4	0. 9
100 000 000	可口可乐公司	1 298. 90	7 425. 00	38. 4	46. 1	17. 7	6. 6	0. 9
12 502 500	联邦住房贷款抵押公司	260. 10	1 044. 00	5. 4	68. 2	3. 7	9. 7	1. 4
34 250 000	政府就业保险公司	45. 70	2 393. 20	12. 4	44. 1	5. 5	6. 3	0. 9
48 000 000	吉列公司	600. 00	2 502. 00	12. 9	41. 1	5. 3	5. 9	0. 8
6 791 218	韦尔斯、法戈公司	423. 70	1 466. 90	7. 6	15. 2	1. 2	2. 2	0. 3
								32. 3①
	普通股总数	4 366. 10	19 344. 90	100. 0		43. 6	43. 2	38. 3

①市场收益(S&P 500)占证券组合的86%。 （标准普尔500指数的收益 37. 6%）

资料来源：Berkshire Hathaway 1995 Annual Report.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 A-9 伯克希尔－哈撒韦公司 1996 年普通股投资组合

持股数量/股	公司名称	成本/千美元	市值/千美元	占投资组合百分比(%)	年收益(%)	加权收益(%)	均等加权收益(%)	2%加权收益(%)
49 456 900	美国运通公司	1 392.70	2 794.30	11.4	39.8	4.5	5.0	0.8
200 000 000	可口可乐公司	1 298.90	10 525.00	43.0	43.2	18.6	5.4	0.9
24 614 214	沃尔特·迪斯尼公司	577.00	1 716.80	7.0	19.1	1.3	2.4	0.4
64 246 000	联邦住房贷款抵押公司	333.40	1 772.80	7.2	34.2	2.5	4.3	0.7
48 000 000	吉列公司	600.00	3 732.00	15.3	50.9	7.8	6.4	1.0
30 156 600	麦当劳公司	1 265.30	1 368.40	5.6	1.2	0.1	0.1	0.0
1 727 765	华盛顿邮报公司	10.60	579.00	2.4	20.6	0.5	2.6	0.4
7 291 418	韦尔斯、法戈公司	497.80	1 966.90	8.0	27.6	2.2	3.4	0.6
								19.3①
	普通股总数	5 975.70	24 455.20	100.0		37.5	29.6	24.0
							(标准普尔 500 指数的收益	23.0%)

①市场收益(S&P 500)占证券组合的 84%。

资料来源：Berkshire Hathaway 1996 Annual Report.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

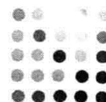
表 A-10 伯克希尔－哈撒韦公司 1997 年普通股投资组合

持股数量/股	公司名称	成本/千美元	市值/千美元	占投资组合百分比(%)	年收益(%)	加权收益(%)	均等加权收益(%)	2%加权收益(%)
49 456 900	美国运通公司	1 392.70	4 414.00	13.9	59.8	8.3	7.5	1.2
200 000 000	可口可乐公司	1 298.90	13 337.50	42.0	27.9	11.7	3.5	0.6
21 563 414	沃尔特·迪斯尼公司	381.20	2 134.80	6.7	42.8	2.9	5.4	0.9
63 977 600	弗雷迪·麦克	329.40	2 683.10	8.4	53.8	4.5	6.7	1.1
48 000 000	吉列公司	600.00	4 821.00	15.2	30.4	4.6	3.8	0.6
23 733 198	旅行者集团公司	604.40	1 278.60	4.0	78.8	3.2	9.9	1.6
1 727 765	华盛顿邮报公司	10.60	840.60	2.6	47.0	1.2	5.9	0.9
6 690 218	韦尔斯、法戈公司	412.60	2 270.90	7.1	28.2	2.0	3.5	0.6
								28.0①
	普通股总数	5 029.80	31 780.50	100.0		38.5	46.1	35.4

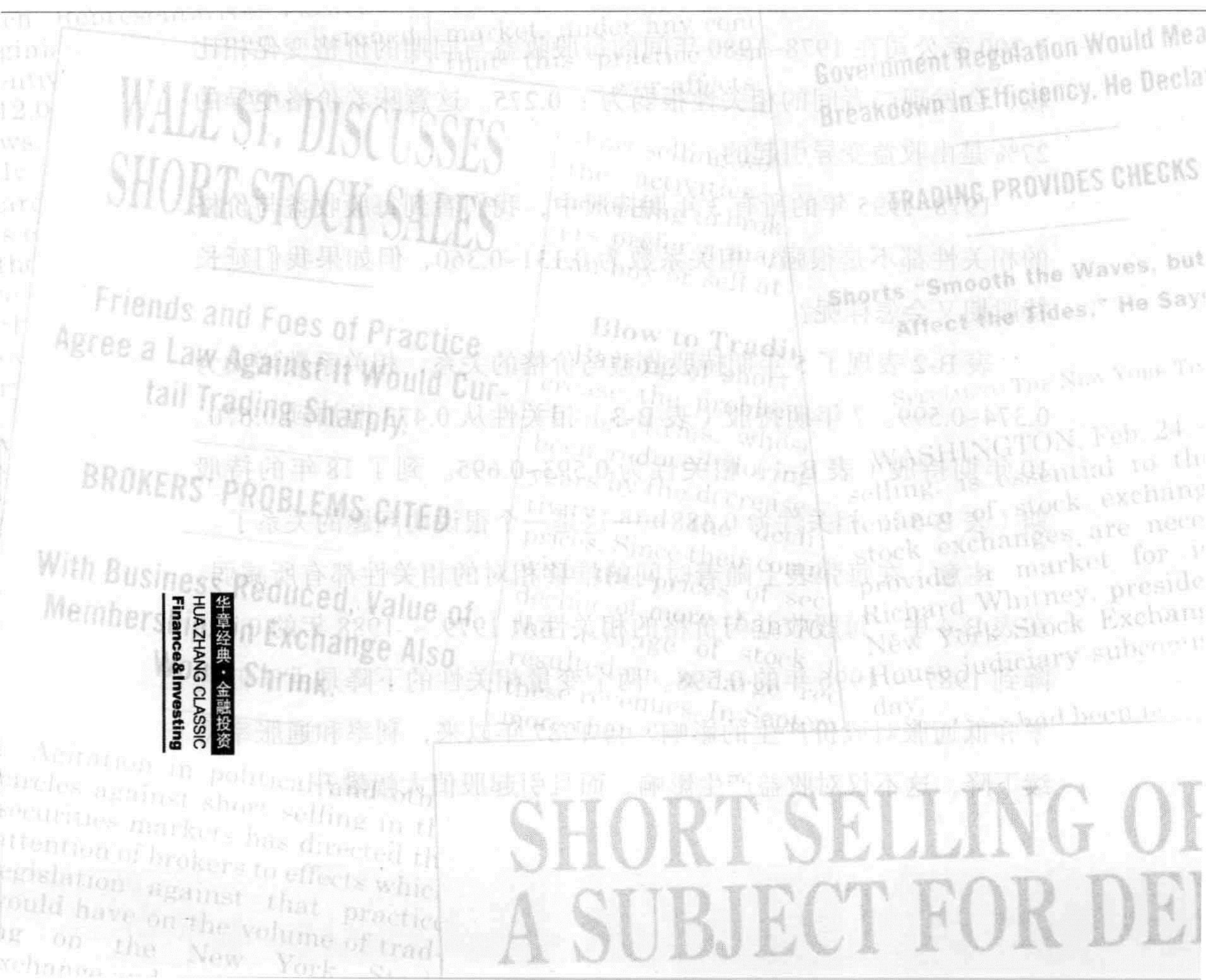
①市场收益(S&P 500)占证券组合的84%。　　(标准普尔500指数的收益 33.35%)

资料来源：Berkshire Hathaway 1997 Annual Report.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录 B



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了建立假设的集中证券投资组合，我们跟踪了1 200家公司，从而得到了我们需要调查的公司经营收益与股价相关性的数据。我们浏览了计算机统计数据库，寻找所有具有分析每股收益与价格相关性价值的公司，整个期限为18年。我们使用年终价格和保守的每股收益并排除意外项目。然后，我们使用筛选出的1200家公司来计算在选定的时间段内每股收益的增长（每股收益曲线除以标准方差）及价格增长（使用几何平均数）。下一步我们将每股收益的增长及价格增长用Excel制表，画出两种变量的趋势与相关性曲线。表B-1~表B-5表现了5个不同时间段的相关性：3年、5年、7年、10年和18年。

例如，表B-1表现了3年期收益与价格的关系。如果我们将这1 200家公司在1978~1980年间的每股收益与同期的价格变化相比较，会发现二者间的相关性很弱为：0.275。这意味着价格变异的27%是由收益变异引起的。

1978~1995年的所有3年期持股中，我们看到每股收益与价格的相关性都不是很强，相关系数为0.131~0.360，但如果我们延长持股期又会怎样呢?

表B-2表现了5年期持股收益与价格的关系，相关系数增大为0.374~0.599。7年期持股（表B-3）相关性从0.473增加到0.670。10年期持股（表B-4）相关性为0.593~0.695。到了18年的持股期（表B-5），相关性为0.688——这是一个很说明问题的关系了。

注意，在每张表上随着时间的推移相对的相关性都有所减弱。在表B-4中，每股收益与价格的相关性从1979 ~ 1988年的0.688降到1987 ~ 1996年的0.598。两个变量相关性的下降是由于低利率和低通胀对股价产生的影响。自1987年以来，利率和通胀率持续下降，这不仅对收益产生影响，而且引起股值大幅攀升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 B-1 3 年期数据

每股收益与价格			
每股收益	价格	公司数	相关性
1978 ~ 1980	1979 ~ 1981	1 200	0. 275 877 2
1979 ~ 1981	1980 ~ 1982	1 200	0. 262 982 9
1980 ~ 1982	1981 ~ 1983	1 200	0. 256 829 4
1981 ~ 1983	1982 ~ 1984	1 200	0. 279 702 5
1982 ~ 1984	1983 ~ 1985	1 200	0. 352 904 8
1983 ~ 1985	1984 ~ 1986	1 200	0. 341 848 7
1984 ~ 1986	1985 ~ 1987	1 200	0. 346 062 0
1985 ~ 1987	1986 ~ 1988	1 200	0. 290 688 8
1986 ~ 1988	1987 ~ 1989	1 200	0. 231 267 0
1987 ~ 1989	1988 ~ 1990	1 200	0. 360 674 8
1988 ~ 1990	1989 ~ 1991	1 200	0. 169 446 8
1989 ~ 1991	1990 ~ 1992	1 200	0. 131 529 5
1990 ~ 1992	1991 ~ 1993	1 200	0. 157 797 3
1991 ~ 1993	1992 ~ 1994	1 200	0. 147 986 5
1992 ~ 1994	1993 ~ 1995	1 200	0. 250 998 0
1993 ~ 1995	1994 ~ 1996	1 200	0. 263 438 8

表 B-2 5 年期数据

每股收益与价格			
每股收益	价格	公司数	相关性
1978 ~ 1982	1979 ~ 1983	1 200	0. 433 856 1
1979 ~ 1983	1980 ~ 1984	1 200	0. 541 774 8
1980 ~ 1984	1981 ~ 1985	1 200	0. 599 785 1
1981 ~ 1985	1982 ~ 1986	1 200	0. 570 443 8
1982 ~ 1986	1983 ~ 1987	1 200	0. 586 231 6
1983 ~ 1987	1984 ~ 1988	1 200	0. 568 384 1
1984 ~ 1988	1985 ~ 1989	1 200	0. 507 487 1
1985 ~ 1989	1986 ~ 1990	1 200	0. 497 315 8
1986 ~ 1990	1987 ~ 1991	1 200	0. 509 359 0
1987 ~ 1991	1988 ~ 1992	1 200	0. 546 795 2
1988 ~ 1992	1989 ~ 1993	1 200	0. 403 887 2
1989 ~ 1993	1990 ~ 1994	1 200	0. 386 160 4
1990 ~ 1994	1991 ~ 1995	1 200	0. 375 183 5
1991 ~ 1995	1992 ~ 1996	1 200	0. 374 785 3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 B-3 7 年期数据

每股收益与价格			
每股收益	价格	公司数	相关性
1978 ~ 1984	1979 ~ 1985	1 200	0. 624 116 1
1979 ~ 1985	1980 ~ 1986	1 200	0. 670 590 1
1980 ~ 1986	1981 ~ 1987	1 200	0. 650 843 6
1981 ~ 1987	1982 ~ 1988	1 200	0. 602 655 8
1982 ~ 1988	1983 ~ 1989	1 200	0. 592 577 8
1983 ~ 1989	1984 ~ 1990	1 200	0. 598 844 1
1984 ~ 1990	1985 ~ 1991	1 200	0. 630 244 6
1985 ~ 1991	1986 ~ 1992	1 200	0. 603 508 4
1986 ~ 1992	1987 ~ 1993	1 200	0. 534 091 3
1987 ~ 1993	1988 ~ 1994	1 200	0. 558 314 3
1988 ~ 1994	1989 ~ 1995	1 200	0. 482 094 3
1989 ~ 1995	1990 ~ 1996	1 200	0. 473 750 7

表 B-4 10 年期数据

每股收益与价格			
每股收益	价格	公司数	相关性
1978 ~ 1987	1979 ~ 1988	1 200	0. 688 624 7
1979 ~ 1988	1980 ~ 1989	1 200	0. 695 480 8
1980 ~ 1989	1981 ~ 1990	1 200	0. 669 578 1
1981 ~ 1990	1982 ~ 1991	1 200	0. 674 307 8
1982 ~ 1991	1983 ~ 1992	1 200	0. 680 371 6
1983 ~ 1992	1984 ~ 1993	1 200	0. 622 940 6
1984 ~ 1993	1985 ~ 1994	1 200	0. 595 041 4
1985 ~ 1994	1986 ~ 1995	1 200	0. 593 891 1
1986 ~ 1995	1987 ~ 1996	1 200	0. 598 262 6

表 B-5 18 年期数据

每股收益与价格			
每股收益	价格	公司数	相关性
1978 ~ 1995	1979 ~ 1996	1 200	0. 688 975 2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特集中投资的核心概念：

选择少数几种可以在长期拉锯战中产生高于平均收益的股票，将你的大部分资本集中在这些股票上，不管股市短期跌升，坚持持股，稳中取胜。

那么——

如何找出这些高于平均收益的股票？
究竟多少算作“少数几种”？
“集中”是什么意思？
到底应该持股多久？
为什么要这样做？

这些问题的答案全部在本书中。

The Warren Buffett Portfolio





收藏性：★★★★★
实战性：★★★★★
专业性：★★★☆☆

阅读提示
入门 进阶 专业

WILEY
www.wiley.com

上架指导：证券/投资/股票
ISBN 978-7-111-44156-4



定价：35.00元

客服热线：(010) 68995261 88361066
购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259
投稿热线：(010) 88379007
数字阅读：www.hzmedia.com.cn
华章网站：www.hzbook.com
网上购书：www.china-pub.com